

2

Revisão Bibliográfica

2.1

Taxa de juros e a taxa Selic

As taxas de juros representam uma das variáveis macroeconômicas mais importantes, em especial para a condução da política monetária, ao influenciar diretamente a determinação do custo do dinheiro e a formação de preço de diversos produtos financeiros.

As decisões de política monetária quanto ao estabelecimento da taxa de juros ocasionam efeitos imediatos no curto prazo, no entanto a sua influência nas decisões dos agentes no longo prazo é que irá determinar os níveis de investimento e poupança dos mesmos, cujos efeitos determinarão o nível de crescimento econômico.

A taxa básica de juros no Brasil é a taxa Selic, cuja meta é fixada periodicamente pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. A Selic corresponde à taxa média ponderada e ajustada das operações de financiamento por um dia, as denominadas operações compromissadas, que são lastreadas por títulos públicos federais e negociadas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC). A taxa Selic é expressa na forma anual para 252 dias úteis e serve de referência para todas as demais taxas de juros praticadas pelo mercado.

Atualmente a fixação da meta para a taxa Selic pelo Copom é o instrumento de política monetária que garante a efetividade do regime de metas de inflação, de forma a garantir o objetivo primordial da política de estabilidade de preços. Bogdanski *et al.* (2000) apresentam o arcabouço macroeconômico que levou a mudança no regime de política monetária brasileira e descreve a estrutura institucional e operacional adotada para implantação do regime de metas de inflação no Brasil.

Já a taxa de juros do CDI é usada como referencial para o custo do dinheiro entre os bancos, no setor privado. O CDI é um título de emissão de instituições financeiras, que serve de lastro para operações restritas ao mercado

interbancário, com a função de transferência de recursos entre instituições financeiras superavitárias para as instituições que necessitarem de caixa temporário, garantindo liquidez ao mercado. As operações normalmente são negociadas por um dia e registradas por meio eletrônico nos terminais da Câmara de Custódia e Liquidação (CETIP). A taxa média das operações pré-fixadas realizadas no período de um dia no mercado interfinanceiro com lastro em CDI é chamada de taxa de Depósito Interfinanceiro (DI) ou DI *over*. O CDI é utilizado como parâmetro para as operações de *swap* e para ajuste diário do mercado de DI futuro, ambos no âmbito da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa).

2.2

Estrutura a termo da taxa de juros

A compreensão da Estrutura a Termo da Taxa de Juros (ETTJ) é de fundamental importância para os executores de política monetária, em função dos seus efeitos sobre o nível de atividade e inflação. Destaca-se igualmente a sua relevância para as operações do mercado financeiro, em especial para precificação de ativos e gestão de risco. O gerenciamento da dívida pública igualmente deve observar a dinâmica dos juros no longo prazo.

A ETTJ é uma função que relaciona uma taxa de juros ou retorno² de um título de zero cupom até o vencimento para um determinado prazo. Segundo Blanchard (2001, p. 314), a ETTJ é definida como:

“Títulos de diferentes maturidades têm, cada um, um preço e uma taxa de juros associada denominados rendimento na maturidade, ou simplesmente, maturidade. Ao observar em um dia qualquer os rendimentos de títulos de diferentes maturidades, podemos representar graficamente a relação entre rendimento e maturidade. Essa relação é chamada de curva de rendimento, ou estrutura de prazo da taxa de juros.”

A mudança nas taxas de juros realizada pela autoridade monetária no curto prazo, através da fixação da meta para a taxa Selic nas reuniões do Copom, somente será capaz de afetar a demanda agregada se as taxas praticadas para prazos mais longos forem afetadas. Dado que as taxas futuras longas são valores

² Retorno esperado até o vencimento ou *yield to maturity* (YTM).

esperados das taxas de curto prazo no futuro, ajustadas por um prêmio de risco, as decisões quanto ao patamar da Selic no curto prazo podem provocar um ajuste de toda a curva de juros em função de uma possível mudança de expectativas dos agentes. Dessa forma, a condução da política monetária via fixação da taxa básica de juros no curto prazo e seus efeitos macroeconômicos devem ser avaliados em conjunto com a dinâmica e reação da ETTJ.

O desenho que a ETTJ toma afeta as decisões dos agentes, já que define a relação entre taxas curtas e longas. As teorias que definem a forma da ETTJ são: a hipótese das expectativas, teoria de preferência por liquidez e teoria da segmentação de mercado. A hipótese das expectativas afirma que a curva de juros de longo prazo reflete as expectativas dos agentes sobre as taxas de juros de curto prazo esperadas no futuro mais um prêmio de risco invariante no tempo. Vale destacar que diversos estudos analisaram as falhas da teoria das expectativas, revelando que os prêmios de risco dos retornos variam no tempo, conforme Fama e Bliss (1987), Campbell e Shiller (1991), Daí e Singleton (2002) e Cochrane e Piazzesi (2005). No Brasil, existem alguns trabalhos sobre o tema, entre eles, Tabak e Andrade (2001), Lima e Issler (2002) e Brito *et al.* (2003).

Segundo Gitman (2001), a teoria de preferência pela liquidez revela que há riscos associados a investimentos em ativos financeiros, dada a incerteza sobre o retorno e liquidez de ativos com maturidades longas, risco que é crescente à medida que aumenta a maturidade dos ativos. Logo, títulos de longo prazo só serão demandados se as taxas de longo prazo forem superiores à média das taxas de juros futuras acrescida de um prêmio de risco.

A teoria de segmentação de mercado sugere que o mercado de crédito é segmentado de acordo com seus vencimentos e as forças de oferta e demanda por ativos nos diversos vencimentos é que definirá qual taxa de juros que será praticada em tais vencimentos.

Dessa forma, as três teorias revelam em conjunto que a forma da curva de juros depende basicamente da expectativa de juros de curto prazo no futuro mais um prêmio de risco, preferência de credores por títulos mais curtos em função de sua liquidez e menor incerteza e a expectativa de oferta e demanda de recursos para crédito no longo prazo.

A ETTJ brasileira pode ser construída a partir de instrumentos do mercado de derivativos, como as taxas implícitas dos contratos futuros de juros negociados

na BM&FBovespa. O mercado de DI futuro de um dia negociado na BM&FBovespa revela a trajetória que o mercado espera para o CDI e, a partir disso, estima as taxas à vista negociadas para os diversos vencimentos de contratos futuros em aberto.

O mercado de juros futuros tem como objetivo principal dar proteção aos participantes contra as oscilações de preços de investimentos financeiros, na medida em que limitam ou cobrem sua exposição a mudanças nas taxas de juros. Dessa forma, os participantes desse mercado são aqueles que buscam proteção, o *hedger*, e os que assumem risco e provêm liquidez ao mercado, o denominado especulador. O especulador busca auferir ganhos financeiros aproveitando-se da flutuação de preços do mercado. Ainda faz parte do mercado o arbitrador, que busca aproveitar o diferencial de preços distorcidos em mercado diferentes, assumindo baixo risco. Ao realizarem suas operações no mercado futuro de juros, os participantes apostam individualmente em uma direção, de alta ou baixa da taxa de juros para uma determinada taxa no tempo. Portanto, buscar a melhor predição sobre o curso da taxa de juros é de grande valia na medida em que maximiza a utilização de recursos dos participantes de mercado.

A estabilidade de preços ocorrida em 1994, quando da implantação do Plano Real, permitiu o desenvolvimento do mercado financeiro na medida em que os agentes puderam alongar seus horizontes de investimento, dando maior liquidez ao mercado de derivativos. No Brasil, a maior liquidez é concentrada nos derivativos futuros de taxas de juros de DI, que serão fonte primária para as análises desse estudo.

2.3

Formação de expectativas, racionalidade e mercados eficientes

A literatura econômica nos fornece o caminho de alguns processos que levam a formação de expectativas dos agentes. Entre as teorias mais conhecidas de formação de expectativas encontram-se as adaptativas e racionais.

Segundo Evans e Honkapohja (2001), a teoria das expectativas adaptativas foi introduzida por Cagan (1956), Friedman (1957) e Nerlove (1958), e revela que os agentes formulam suas expectativas tomando por base dados recentes observados, isto é, há uma revisão ou adaptação das expectativas baseada em

erros de previsão passados. Nesse modelo, as variáveis passadas influenciam a formação de expectativas futuras, onde é atribuído um peso maior para a informação mais recente e peso decrescente para as demais. No entanto, esse modelo foi questionado na medida da percepção de que os agentes são otimizadores e mediante a existência de melhores modelos de previsão. É a partir desse ponto que surge a Teoria das Expectativas Racionais.

A Teoria das Expectativas Racionais, primeiramente formulada por Muth (1961), expressa a idéia de que os agentes formulam suas expectativas baseados em uma esperança condicional utilizando-se eficientemente de todas as informações presentes e futuras disponíveis no ambiente em que os mesmos encontram-se inseridos. A teoria pressupõe o completo conhecimento do modelo econômico e seus parâmetros, assim como considera a incerteza como mensurável a partir de um componente estocástico do modelo.

Em ambientes em que os agentes são racionais e fazem uso de todas as informações disponíveis para formular suas previsões, a percepção dos agentes sobre a condução da política econômica tem um papel fundamental na formação das expectativas. Ainda no contexto das expectativas racionais, alguns pesquisadores, como Persson e Tabellini (1996), analisaram as reações dos agentes às medidas e decisões governamentais, revelando que o público interage estrategicamente com a autoridade monetária, e define seu comportamento, e, conseqüentemente, formula suas expectativas, baseado no provável impacto de políticas vigentes e futuras. As decisões de política monetária são avaliadas pelos agentes, que tentam antecipar os seus resultados e, segundo observado por Dewbre (1981), quaisquer mudanças observadas nas variáveis correntes e futuras ao longo do tempo serão derivadas exclusivamente de mudanças não antecipadas pelos agentes.

De acordo com Fisher (1977), se os agentes econômicos conhecem a regra de política que é adotada pela autoridade monetária, essa mesma regra afetará as expectativas. Dessa forma, a importância de se ter um alto grau de confiança na autoridade monetária torna-se essencial para a formação de expectativas, conforme defendido por Blinder (1999). No Brasil, a estabilidade econômica alcançada a partir da implantação do Plano Real em 1994, assim como a confiança dos agentes na condução da política econômica e monetária, tem favorecido um ajuste mais tempestivo e acurado das expectativas no mercado financeiro.

A incerteza é parte componente do processo econômico e é em ambiente de incerteza que os agentes tomam suas decisões de investimento tendo como objetivo principal o aumento de riqueza e tomando como base suas expectativas sobre a trajetória de diversas variáveis.

Segundo Dequech (1999), a formação de expectativas é concebida em meio a ambiente incerto e com conhecimento incompleto. Segundo ele, a não existência de conhecimento completo no momento da tomada de decisão não impossibilita que os agentes utilizem toda a informação disponível e toda a estrutura institucional do ambiente para formarem suas expectativas de forma a perceber melhor a incerteza componente e aumentar a sua confiança.

Conforme Dow e Hillard (1995), a formação de expectativas e as incertezas não podem ser eficientemente modeladas deterministicamente, o que decorre que, quando da tomada de decisão, os agentes costumam recorrer a convenções ou estruturar uma espécie de “estado de confiança”, que se mantém, desde que os agentes confiem nas suas previsões e cálculos para eventos futuros.

Conforme Possas (1987), Dequech (2003) e Keynes (1936), existe um comportamento convencional que explica a formação de expectativas. Possas revela que o comportamento convencional reduz a volatilidade do investimento em função do elemento inercial na formação de expectativas. Dequech revela que o comportamento convencional é complexo e que o único ponto comum entre os economistas é que os mesmos seguem a racionalidade de convenções sob incerteza. Já Keynes observa que o comportamento convencional existe pelo fato de se acreditar que o negócio terá duração infinita dada a percepção de confiança no futuro econômico. Segundo Keynes, o comportamento convencional a ser perseguido pelos agentes que procuram maximizar os seus lucros:

“Julgamentos convencionais são esses que, por alguma convergência de idéias mais ou menos acidental ou alguns meios de comunicação natural ou implícito, são adotados por uma massa de pessoas que não podem encontrar, e não estão realmente preocupados em encontrar, qualquer base ‘sólida’, ‘objetiva’ e genuinamente significativa para qualquer julgamento. Ela (a massa de pessoas) está desejando concordar com a maioria.” (Shackle, 1972, p. 225).

Nesse sentido, Aglietta e Orlean (1982) analisam esse comportamento mimético na formação de expectativas e conseqüente tomada de decisão. Destacam que a incerteza é fenômeno social, não individual, epistemológico e não

determinístico, afirmando que os indivíduos possuem um “modelo de mundo” sustentado em formas precárias de conhecimento. O comportamento mimético surge exatamente como refúgio seguro em meio ao pânico da informação, impedindo que o sistema econômico se torne explosivo ao tornar o vizinho como modelo:

“As relações miméticas deixam sempre aberta a possibilidade de uma convergência de todos os desejos sobre um mesmo objeto. Com efeito, a mimese designa o estado incompleto do indivíduo, de ausência total ou de qualquer referencial, que conduz o sujeito a desejar o que o outro deseja. Ela desemboca um movimento de imitação, no qual cada agente tenta exorcizar esse vazio ontológico tomando o vizinho por modelo. Cada um vê no outro seu modelo; ele abandona todas as suas escolhas passadas.” (Aglietta e Orlean, 1982, p. 86)

Aglietta e Orlean afirmam ainda que somente a heterogeneidade dos agentes com “diversas opiniões sobre coisas incertas” garante a “estabilidade sistêmica”. Dessa forma, ninguém se posicionaria contra uma avaliação coletiva, o que polariza e reafirma as expectativas do processo epidêmico.

A existência de um sistema auto-referencial, conforme defendido por Orlean (1989) e Keynes (1936), determinaria então que a decisão adequada dos agentes seria aquela baseada na capacidade de prever as crenças da maioria dos participantes do mercado, ação que não estaria necessariamente vinculada aos fundamentos econômicos do ambiente. Segundo Orlean:

“A opinião média é simultaneamente o resultado das antecipações individuais e do fato que serve de base para a determinação dessas mesmas antecipações.” (Orlean, 1989, p. 257)

Dessa forma, se o agente consente que um determinado valor seja aceito pelos demais agentes, fica estabelecida uma convenção de normalidade e continuidade. Sob esse argumento Keynes (1973, p. 202) observa que:

“O valor efetivo (da taxa de juro) depende em grande medida de seu valor futuro. Tal como a opinião dominante a estima ou prevê. Uma taxa de juro qualquer que se aceite com uma crença suficiente em suas chances de durar, durará efetivamente.”

Igualmente a hipótese de eficiência de mercado deve ser mencionada, pois é importante na formação de expectativas e conseqüente definição da precificação

ou retorno de ativos financeiros. Conforme Fama (1970), criador da expressão “mercados eficientes”, o mercado é dito eficiente quando reflete completamente e continuamente toda a informação disponível e dessa forma os preços representam um sinal preciso do verdadeiro valor dos ativos e não deve existir nenhum padrão sistemático para mudanças de preços e retornos.

A hipótese de mercados eficientes pressupõe que as expectativas são homogêneas e racionais, dado que os agentes possuem domínio e acesso total as informações e agem racionalmente; que há competição perfeita, o que eliminaria o efeito de qualquer ação individual nos retornos; e que não há atritos, onde os ativos são homogêneos, divisíveis e não há custos nas transações. Ainda segundo Fama existiriam três tipos de eficiência: fraca, semi-forte e forte. Na fraca, nenhum investidor poderia obter ganhos excessivos baseado na utilização de preços passados. Na semi-forte, os preços se ajustam quase que imediatamente às informações significativas, e a eficiência forte revela que não há grupo algum que detenha acesso privilegiado a informações que já não estejam precificadas pelo mercado, dado que os preços refletem os fundamentos do mercado.

2.4

Importância das expectativas de mercado

Conforme Krippner e Gordon (2001), a formação de expectativas tem um papel relevante na economia dado que a decisão de poupança e investimento está intimamente ligada ao que se espera em relação ao futuro. As expectativas devem incorporar as informações disponíveis e sofrerem mudança na medida em que novas informações tornam-se disponíveis.

No Brasil, a autoridade monetária fixa a taxa básica de juros com o objetivo de manter a estabilidade de preços e cumprir as metas para a inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional. No entanto, a formação de expectativas em relação à condução da política monetária é verdadeiramente uma forma de confirmação para a autoridade monetária de sua conduta na formulação da política monetária, dado que as informações estão disponíveis para todos os agentes e os objetivos da autoridade monetária são claros e públicos. Igualmente a expectativa do mercado torna possível a percepção pela autoridade monetária da forma como o mercado reagirá mediante as decisões de política monetária.

Decisões de política monetária dentro do esperado provocarão reações menores, enquanto decisões inesperadas provocarão mudança de expectativas consistente com as intenções percebidas pelo mercado em relação à condução de política monetária.

Adicionalmente, é de importância para a autoridade monetária perceber a reação das expectativas dos agentes em relação à divulgação de informação econômica relevante, dado que sinalizam quais são as principais incertezas do mercado e revela o grau de sensibilidade do mercado a trajetória de certos indicadores.

A forma como as expectativas são formadas para os horizontes de tempo e conseqüentemente o patamar das taxas a vista praticadas no mercado futuro de juros levam em consideração as previsões de mudança dos agentes quanto à taxa básica de juros que será praticada pela autoridade monetária naquele horizonte de tempo. Caso haja mudança de expectativa quanto à taxa básica de juros que será praticada ao longo do tempo, a curva de juros se ajustará a essa nova percepção.

No entanto, não é somente a expectativa quanto ao nível da taxa básica de juros no futuro que irá definir o patamar das taxas no mercado de juros futuros, mas elementos como o risco de crédito e de liquidez, que determinarão o prêmio de risco, que representa a diferença entre o que se espera para a taxa básica de juros no futuro e o real patamar da curva de juros nos diversos horizontes de tempo.

2.5

Expectativas dos operadores e previsões dos economistas

Outro ponto que deve ser levado em consideração quando da análise da formação das expectativas é que existe uma divergência entre as expectativas daqueles que agem diretamente na economia, os operadores, e as previsões daqueles que estudam a economia, os especialistas. Conforme Zarnowitz (1985, p. 2):

“It might be argued that these are forecasts of people who study the economy (experts) which are quite unlike the expectations of those who act in the economy (agents). On the one hand, the experts are usually credited with more knowledge of the economy at large than the agents have. On the other hand, the experts are often charged with being less strongly motivated to predict optimally than the agents who are seen as having more at stake.”

Normalmente, as expectativas de mercados são estimadas e informadas por especialistas economistas às diversas agências de notícias e a instituições governamentais, enquanto as taxas praticadas no mercado futuro de juros derivam das operações dos agentes e das expectativas dos mesmos quanto à trajetória esperada para o CDI. O fato é que parece existir uma maior dinâmica e reação tempestiva nas operações do mercado de juros, dado que os operadores precificam imediatamente qualquer informação nova ou expectativa, mesmo antes da ocorrência do efetivo evento econômico relacionado, passível de impactar a curva de juros. Dessa forma, haveria um ajuste mais tempestivo a novas informações por parte dos operadores comparativamente a variação das projeções dos economistas. Conforme Cabral (2007, p. 36):

“Realmente, no mercado futuro há uma enorme punição à não “revelação da verdade”: o prejuízo financeiro.”

No estudo de Cabral (2007), realizado no Brasil para o período de junho de 2001 a janeiro de 2004, foram elencados diversos fatores que justificariam a demora das expectativas de mercado, coletadas pelo BCB, a reagir a novas informações, entre os quais: falta de tempestividade dos participantes da pesquisa na atualização de dados; as instituições informam “expectativas condicionadas” ou as que excluem os piores casos possíveis; as instituições podem não ter incentivo de declarar suas reais expectativas em função da percepção de que uma elevação das expectativas quanto aos juros poderia induzir o BCB a um aumento efetivo ou interrupção de um processo de retração da taxa básica de juros; as instituições menores esperam a reação das líderes de mercado. O autor conclui:

“As expectativas do SBCEM³ são uma boa aproximação das reais expectativas de mercado em momentos de tranquilidade, mas distanciam-se destas em momentos de estresse ou incerteza”. (Cabral, 2007, p.36 e 37)

Scotese (1994) demonstra que as revisões das projeções são suaves, pois os prognosticadores evitam grandes e repentinos ajustes assim que uma nova informação está disponível, sugerindo que tentam manter sua reputação e credibilidade. Ainda nesse sentido, Batchelor e Dua (1992) realizaram uma

³ Sistema Banco Central de Expectativas de Mercado, nomenclatura dada pelo autor, que correspondem às expectativas de mercado divulgadas pela Gerin do BCB.

pesquisa com economistas que produziam indicadores das *blue chips* americanas, questionando se os mesmos eram conservadores, assim definidos como apenas mudando suas projeções após garantia da nova informação ou por consenso mais que ótimo. Os resultados revelaram que mais da metade dos participantes eram conservadores. No mesmo sentido, Isiklar, Lahiri e Loungani (2005) evidenciaram que os prognosticadores levam cerca de cinco meses para incorporar 90% de uma nova informação. Esses estudos evidenciam que as previsões revisadas não consideram toda a informação disponível no momento da revisão.

Diversos são os estudos que buscam investigar as motivações dos erros de previsão com destaque para o trabalho realizado por Stekler (2007), que descreve vários aspectos do processo de previsão e aponta as principais motivações para o desvio entre as projeções e dados observados e faz sugestões de melhoria para as previsões. Segundo Steckler, construir previsões inclui componentes como modelos, dados e o julgamento individual do prognosticador, dessa forma a justificativa dos erros pode resultar de qualquer um desses componentes. O autor afirma que a melhora da acurácia das previsões só é possível se for conhecido o tipo de erro que ocorreu no passado, saber a motivação dos erros e construir métodos para eliminação ou minimização dos mesmos.

Onkal-Atay, Thomson e Pollock (2002), Goodwin (2005), Lawrence *et al.* (2006) e Goldfarb *et al.* (2005) listam alguns vieses nos julgamentos do prognosticador: as pessoas tendem a ser muito otimistas e são extremamente influenciadas por eventos recentes e por eventos que são facilmente lembrados. Outra causa do viés seria a “ancoragem”, fazer projeções baseadas em valores recentes que produzem ajustes muito pequenos resultando em subestimação de tendência de alta. No entanto, Goodwin sugere que o uso do julgamento do prognosticador pode ser útil para calibrar modelos de previsão.

Segundo Stekler (1972), outra possível motivação para o prognosticador não prever um ponto de inflexão seria sua própria percepção de uma baixa probabilidade de o evento ocorrer e a existência de custos assimétricos de prever um falso ponto de inflexão comparativamente a não prever.

Outros autores buscam motivações mais controversas para justificar previsões viesadas, sugerindo que os prognosticadores não entendem as inter-relações de todas as variáveis que eles tentam prever ou, ainda pior, que os

mesmos não entendem a dinâmica do processo que os mesmos tentam prever (Batchelor e Dua (1991), Brown e Maital (1981) e Fildes e Fitzgerald (1983)).

Smyth e Ash (1985a e 1985b) analisaram a calibragem das previsões em diferentes horizontes de tempo e demonstraram que as projeções são menos eficientes em horizontes de tempo mais longo justificando que os ajustes de previsões são normalmente feitos para os prazos mais curtos, dada a disponibilidade de dados para esse horizonte de tempo.

Quanto aos erros provenientes dos modelos adotados para projeções, os mais comuns são os relacionados à: possíveis revisões de dados que são utilizados; disponibilidade dos dados em função de descasamento de prazos entre a data da projeção e a divulgação do dado (Wallis (1986)); problemas com a coleta de dados (Croushore e Stark (2003)) e problemas relacionados à interação de julgamento do prognosticador com o modelo.

Apesar das estatísticas de erro de previsão, é possível identificar uma melhora das expectativas quanto à trajetória de juros, que pode ser atribuída em parte ao aumento contínuo na política de transparência dos Bancos Centrais, que torna mais previsível a condução da política monetária. Gordon (2008) encontrou evidências da melhora nas projeções de política monetária americana no curto prazo na medida em que ocorreu maior disponibilização de informação pelo *Federal Reserve* (Fed). Para prazos mais longos, essa evidência foi menor, no entanto, para todos os horizontes de tempo, houve melhora das previsões entre 2003 e 2006, período em que o Fed forneceu uma quantidade de informações atípicas sobre a condução da política monetária.

Steckler (2007) elenca uma série de sugestões para a melhoria das projeções de mercado que se resumem basicamente: a escolha de modelos apropriados; minimização de problemas com dados, com especial foco na revisão de dados e na combinação de dados de frequências diversas; e análise minuciosa do comportamento e julgamento do prognosticador.

2.6

Pesquisa de expectativa de mercado no Brasil

Com objetivo de monitorar o consenso de mercado quanto às diversas variáveis macroeconômicas e de forma a gerar subsídios para o processo decisório

de política monetária, o BCB instituiu a Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (Gerin). A Gerin visa aprimorar a comunicação entre o BCB e o setor privado, com foco nos investidores domésticos e externos.

Desde 2001, a Gerin disponibiliza semanalmente a pesquisa de mercado Focus, “Focus-Relatório de Mercado”, que publica toda segunda-feira um levantamento diário das previsões de cerca de 90 bancos e empresas não-financeiras da economia brasileira. Todos os respondentes da pesquisa são os economistas-chefe dessas instituições. Semanalmente, são divulgadas as séries temporais das expectativas de mercado no sítio do BCB com dados diários das expectativas dos agentes para as principais variáveis econômicas, como meta para a taxa Selic, índice de preços, taxa de câmbio, balança comercial, produto interno bruto, produção industrial, entre outras.

De forma a incentivar a melhoria da capacidade de previsão dos participantes da pesquisa, a Gerin criou a classificação *Top Five* (Top 5), que compõe um *ranking* das cinco instituições que registraram maior precisão em suas projeções. A classificação Top 5 está subdividida em três categorias: curto, médio e longo prazo. No *ranking* Top 5 Curto Prazo (Top 5 CP), é apurada a precisão das projeções dos participantes com defasagem de um mês, nos últimos seis meses. O *ranking* Top 5 Médio Prazo (Top 5 MP) avalia a precisão média da projeção de três períodos consecutivos de quatro meses em relação ao resultado efetivo de três meses, o mês de referência e os dois meses imediatamente anteriores. O *ranking* Top 5 Longo Prazo (Top 5 LP) considera a precisão das projeções informadas em doze meses para o indicador anual publicado no mês de janeiro do ano posterior. As instituições que compõem o Top 5 de curto e médio prazo são divulgadas mensalmente, enquanto o Top 5 de longo prazo e os *rankings* anuais são anunciados uma vez por ano, em janeiro.