



JUROS E EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL:

uma análise crítica

INSTITUTO ESFERA DE ESTUDOS E INOVAÇÃO

ESFERA PESQUISA N.º 24

JUROS E EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL: UMA ANÁLISE CRÍTICA

As opiniões e conclusões expressas neste documento são de responsabilidade exclusiva da autora e não refletem, necessariamente, a posição oficial das instituições às quais está vinculada.

A autora agradece a Claudia Cerqueira, Mirta Sataka e Paulo Springer por suas valiosas contribuições

Karina S. S. Bugarin

Economista, PhD em Economia pela Universidade de São Paulo (USP); pesquisadora no Economics and Politics Research Group/CNPq; e Núcleo de Economia Regional e Urbana (NEREUS/USP).
kssbugarin@gmail.com

Sumário executivo

Aumentar a efetividade da política monetária no Brasil requer aprimorar a medição das expectativas de inflação do setor produtivo e fortalecer os canais de comunicação do Banco Central (BC) com a economia real. Com a taxa Selic em 14,25% e inflação acumulada de 4,6% em meados de 2026, o elevado juro real reflete determinantes estruturais conhecidos — a trajetória da dívida pública, a escassez de poupança doméstica e as obstruções nos canais de crédito e preços administrados. Contudo, a pergunta central deste estudo foca na base informacional das decisões: de que modo as expectativas dos agentes que efetivamente fixam preços e salários no setor real são mensuradas, alcançadas pela comunicação oficial e integradas ao processo decisório do Comitê de Política Monetária (Copom).

A inflação resulta de milhões de decisões de preços e salários tomadas com base no que empresas e trabalhadores esperam do futuro. A expectativa que participa da produção da inflação é, portanto, a desses agentes — um objeto teórico e empiricamente distinto das projeções produzidas pelos analistas do mercado financeiro. A evidência internacional indica que as expectativas empresariais e profissionais coincidem em períodos de normalidade, mas diferem sob estresse informacional, e que a credibilidade da autoridade monetária junto ao setor real é o que permite moderar reajustes de preços com menor custo em atividade e emprego. Aprimorar a medição dessas expectativas não visa alterar o nível de juros por si, mas qualificar a infraestrutura informacional do Banco Central por meio de uma intervenção de baixo custo e com elevado retorno institucional sob qualquer nível de taxa.

A consolidação da Pesquisa Firmus pelo Banco Central representa um avanço institucional decisivo, mas que pode ser adensado ao alinhar-se às réguas e melhores práticas internacionais. Enquanto o Sistema Focus — vertente de projeções profissionais do mercado — é referência global em frequência e extensão de séries, a vertente empresarial avançou, em 2025, com o lançamento oficial da Firmus. Contudo, o instrumento ainda é jovem: possui amostra reduzida, recrutada por adesão voluntária, com horizonte focado no curto prazo (até dois a três anos) e sem presença regular nos relatórios do Copom. A comparação com pesquisas consolidadas — como o Decision Maker Panel do Banco da Inglaterra, o Tankan do Banco do Japão, e o programa de escuta do Banco Central Australiano — evidencia caminhos de aprimoramento. Os dados da etapa piloto mostram que as medianas empresariais e de mercado divergem em momentos de estresse de expectativas, ressaltando a importância de fortalecer a comunicação pedagógica e a conscientização do setor real sobre os horizontes e desafios da política monetária.

As propostas organizam-se em três frentes: (i) consolidação da Firmus; (ii) institucionalização de expectativas de longo prazo; e (iii) comunicação estratificada. A primeira frente consiste em consolidar a Pesquisa Firmus rumo aos *benchmarks* internacionais, promovendo campanhas ativas de adesão, estratificação amostral (por setor, porte e região), adoção gradual de perguntas probabilísticas e inclusão de horizontes de quatro a cinco anos — no qual a expectativa atua como leitura direta de credibilidade. A segunda frente propõe institucionalizar, nos relatórios do Copom, uma métrica formal e regular de ancoragem de longo prazo e leitura conjunta da Firmus com o Focus, permitindo acompanhar a evolução do ativo da credibilidade. A terceira frente estabelece uma camada simplificada e estratificada do comunicado do Copom voltada ao setor real, em que a eficácia de alcance possa ser verificada, rodada a rodada, pela própria Firmus — tudo sem requerer qualquer alteração legal, no regime de metas ou no processo decisório. Nenhuma das propostas requer alteração do regime de metas, do mandato legal ou do processo decisório.

A efetividade dessa agenda depende, em última instância, do engajamento ativo do empresariado e do suporte contínuo às pré-condições da responsabilidade fiscal. A representatividade do setor produtivo no debate monetário exige sua participação direta no cadastro público e aberto da Pesquisa Firmus, tornando a visão do setor real mais visível e precisa nas decisões. A contribuição de maior alcance, contudo, é o apoio consistente à agenda de responsabilidade fiscal, que constitui a pré-condição de juros estruturalmente menores — ainda que ela contrarie interesses setoriais de curto prazo. A credibilidade custou ao País três décadas para ser construída; aferi-la onde ela produz efeito, e comunicá-la a quem a converte em preços, é mantê-la em uso.

QUADRO 1 — CONCEITOS DE TEORIA ECONÔMICA UTILIZADOS

Curva de Phillips Novo-Keynesiana (CPNK) • A inflação corrente depende, em grande parte, da inflação esperada para o período seguinte. A empresa que espera custos 6% maiores no próximo ano incorpora, hoje, parte dessa alta à sua tabela — e, agregadamente, contribui para produzir a inflação que antecipava.

Rigidez de preços • Remarcar preços tem custo; por isso, os preços mudam em intervalos espaçados, e cada remarcação é fixada olhando para a frente. Nenhum restaurante reimprime o cardápio toda semana.

Hiato do produto • A distância entre o que a economia produz e o que produziria sem pressionar preços. A fábrica que opera acima da capacidade paga hora extra — e repassa.

Canais de transmissão • Os caminhos pelos quais a Selic chega à inflação: demanda e crédito, câmbio, preços de ativos e expectativas. Como o freio de um caminhão, a política monetária atua por mais de um sistema ao mesmo tempo — e alguns respondem mais rápido que outros.

Preços administrados • Preços fixados por contrato ou regulação — energia, combustíveis, planos de saúde, transporte —, pouco sensíveis à demanda corrente e frequentemente indexados à inflação passada. A tarifa reajustada pelo índice do ano anterior não cede porque a Selic subiu.

Expectativas racionais vs. adaptativas • No primeiro caso, o agente usa toda a informação disponível, inclusive os anúncios do Banco Central; no segundo, projeta o futuro a partir do passado. Reajustar o aluguel pelo IGP-M acumulado é formação adaptativa; reajustar pelo IPCA esperado é formação prospectiva.

Inércia inflacionária • A fração da inflação passada que se transmite à inflação futura por indexação e contratos. O dissídio que repõe a inflação do ano anterior converte o passado em custo do ano seguinte.

Desatenção racional • Adquirir informação custa; cada agente se informa apenas até onde o benefício compensa o custo para o seu negócio. O gestor de fundo conhece a ata do Copom em detalhe; o varejista conhece o preço do concorrente em detalhe. Ambos alocam a atenção racionalmente.

Informação rígida e ruidosa • A informação nova difunde-se com defasagem e distorção; expectativas se atualizam devagar e em momentos distintos. A desaceleração da inflação anunciada hoje só aparece na planilha de reajuste de muitas empresas meses depois.

Efeito manada • Quando previsores são avaliados uns contra os outros, errar em conjunto custa menos que errar isoladamente. Nenhum analista perde o cargo por projetar o que a mediana projetou.

Ancoragem/desancoragem • Expectativas ancoradas: choques de curto prazo não contaminam o que se espera para horizontes de quatro ou cinco anos. Desancoragem é a deriva persistente do horizonte longo em relação à meta. A âncora não impede o balanço da onda; impede a deriva.

Forward guidance • O uso da comunicação como instrumento: sinalizar a trajetória futura dos juros já altera decisões correntes. O anúncio de continuidade do ciclo de cortes modifica o plano de financiamento da empresa antes de qualquer corte ocorrer.

Inconsistência temporal • A tentação de descumprir amanhã o compromisso que era ótimo assumir ontem — tentação que os agentes antecipam e precificam. O desconto prometido que todos sabem que será “recomposto” não é precificado como desconto por ninguém.

Credibilidade • A taxa de conversão entre palavra e resultado: quanto mais crível a autoridade, mais a comunicação substitui juros; quanto menos, mais juros são necessários para o mesmo efeito. A empresa com histórico impecável obtém prazo do fornecedor por telefone; a de histórico ruim compra apenas à vista. O juro real elevado é a economia comprando à vista.

Razão de sacrifício • O custo, em atividade e emprego, de cada ponto de inflação eliminado. Credibilidade elevada reduz esse custo.

Dominância fiscal • A situação-limite em que a dívida pública é tão frágil que a elevação dos juros, em vez de conter a inflação, a alimenta — por deteriorar a dívida, o risco soberano e o câmbio. O teto da credibilidade monetária é dado pela política fiscal.

Fonte: elaboração própria.

Introdução

○ Brasil mantém, há décadas, uma das mais elevadas taxas reais de juros do mundo. Em meados de 2026, a taxa Selic situou-se em 14% ao ano, com inflação acumulada em doze meses próxima de 4,6%, o que implica juro real na vizinhança de dois dígitos — patamar sem paralelo entre economias de porte comparável. Os custos desse quadro são bem conhecidos: encarecimento do crédito, adiamento do investimento produtivo e um serviço da dívida pública que comprime o espaço fiscal disponível para as demais políticas.

O objeto deste estudo é a base informacional sobre a qual as decisões de política monetária são tomadas — e, mais especificamente, o modo pelo qual as expectativas de infla-

ção do setor produtivo são consideradas e incorporadas a esse processo. A cada 45 dias, o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BC) define a meta da Selic a partir de um conjunto amplo de informações — modelos de projeção, indicadores de atividade e de mercado de trabalho, câmbio, cenário externo — no qual as expectativas de inflação ocupam posição central. Essas expectativas são captadas pelo Sistema Expectativas de Mercado, cujo resumo semanal, o Boletim Focus, consolida as projeções de cerca de 170 instituições, majoritariamente ligadas ao mercado financeiro. Trata-se, por qualquer padrão internacional, de instrumento notável: coleta contínua em plataforma diária, série histórica de mais de duas décadas e divulgação pública integral. Poucos bancos centrais dispõem de mecanismo comparável.

A questão que organiza a investigação decorre da natureza do fenômeno inflacionário. A inflação é a elevação persistente do nível geral de preços de uma economia, aferida no Brasil pelo custo de uma cesta representativa de consumo, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Esse nível geral resulta de um processo descentralizado: remarcações de preços decididas por empresas, negociações salariais que se convertem em custos, reajustes de contratos indexados, correções de preços administrados. A teoria macroeconômica contemporânea, examinada na Seção 3, atribui papel causal, nesse processo, às expectativas dos agentes que fixam preços e salários: são elas que ingressam nas decisões de remarcação e de negociação que, agregadas, produzem a inflação futura. As projeções dos analistas profissionais constituem objeto analítico distinto — previsões sobre o resultado agregado do processo, e não o insumo que o alimenta. As duas grandezas podem coincidir; a coincidência, contudo, é hipótese empírica, não implicação teórica, e a evidência internacional indica que elas divergem de forma sistemática, sobretudo em períodos de estresse. Importa, portanto, examinar de que forma cada uma dessas grandezas é captada e ponderada pelo processo decisório brasileiro.

As expectativas e as condições do setor produtivo nunca estiveram ausentes desse processo. O Copom acompanha sistematicamente os indicadores de atividade, emprego e massa salarial; as instituições financeiras transmitem à autoridade monetária, em seus contatos regulares, a leitura que extraem de suas carteiras de clientes; e empresas não financeiras participam do próprio Sistema Expectativas de Mercado, ao lado de consultorias e associações. O que inexistia, até recentemente, era a mensuração sistemática, estatisticamente comparável e pública das expectativas desse conjunto de agentes — algo distinto tanto do acompanhamento de dados realizados de atividade quanto da escuta qualitativa intermediada pelo sistema financeiro. Foi essa a lacuna que o próprio BC identificou ao instituir, em 2023, a fase piloto da Pesquisa Firmus, oficialmente lançada em 2025, destinada a captar trimestralmente as expectativas de empresas não financeiras para inflação, atividade e câmbio, bem como sua percepção sobre as condições dos próprios negócios. Os resultados iniciais são informativos em três dimensões: as medianas empresariais ora convergem com as do Focus, ora delas se afastam de modo expressivo; a dispersão das respostas das empresas é substancialmente maior que a observada entre analistas profissionais; e as próprias empresas declaram utilizar o relatório Focus como

uma de suas principais fontes na formação de expectativas, de modo que a expectativa do setor real é, em parte, formada a partir da leitura que o setor financeiro faz da economia.

O estudo organiza-se em três eixos de análise. Primeiro, sintetiza o arcabouço teórico e a evidência empírica sobre formação de expectativas, comunicação de bancos centrais e credibilidade monetária, aproximando essa literatura do debate nacional. Segundo, examina a arquitetura brasileira de medição de expectativas — os sistemas Focus e Firmus — à luz do rigor analítico e de experiências internacionais comparadas a economias avançadas e emergentes. Terceiro, propõe uma agenda pragmática de aprimoramento institucional — de baixo custo de implementação, tecnicamente verificável e neutra em relação ao nível da taxa de juros —, focada na ampliação da amostragem do setor produtivo, na inclusão de horizontes de longo prazo (quatro e cinco anos) e no monitoramento sistemático da ancoragem de credibilidade.

O plano de análise situa-se, assim, no terreno do desenho institucional da medição e da comunicação de expectativas. Os determinantes macroeconômicos do nível do juro real brasileiro — a trajetória da dívida pública em primeiro plano, ao lado da baixa poupança doméstica e das distorções nos canais de transmissão do crédito — são tratados na Seção 4 como alguns dos condicionantes do problema, e as recomendações finais os reconhecem como pré-condição de juros estruturalmente menores. Quanto à conduta dos participantes do Focus, o marco analítico adotado é o das fricções informacionais e dos incentivos de desenho: como se documenta na Seção 3, o padrão empírico dos erros de projeção — correlacionados entre instituições e alternando subestimação e superestimação conforme o ciclo — é compatível com o previsto pelos modelos de atualização informacional lenta e coordenada, e a estrutura de incentivos do setor financeiro, cuja rentabilidade depende do *spread* e do volume de crédito, e é onerada pela inadimplência associada a juros elevados, não sustenta hipóteses de viés deliberado.

O trabalho está organizado da seguinte forma. A Seção 3 apresenta a fundamentação teórica: o papel das expectativas na formação de preços e salários, os mecanismos pelos quais as expectativas se formam sob fricções de informação, os canais de transmissão da política monetária — entre os quais o canal das expectativas ocupa, no Brasil, posição de particular destaque — e o conceito de credibilidade como ativo central do regime monetário, cuja eficácia, argumenta-se, depende de alcançar a audiência economicamente relevante. A Seção 4 documenta os determinantes estruturais do juro brasileiro, com a dívida pública em primeiro plano e sem pretensão de exaustividade. A Seção 5 examina a comunicação do Banco Central à luz da evidência recente sobre conteúdo, formato e meio. A Seção 6 apresenta o processo decisório do Copom e descreve em detalhe as duas pesquisas de expectativas do Banco Central — o Focus e a Firmus: quem responde a cada uma, como a coleta é conduzida e como seus resultados se comparam. A Seção 7 sistematiza a experiência internacional de medição de expectativas do setor real, organizada em quadro comparativo, e extrai os critérios pelos quais a arquitetura brasileira pode ser avaliada. As Seções 8 a 10 apresentam, respectivamente, os caminhos propostos, os

pontos de atenção relevantes para sua implementação, e as recomendações finais, endereçadas à autoridade monetária e ao próprio setor produtivo.

Fundamentação teórica: expectativas, formação de preços e credibilidade

Esta seção apresenta o arcabouço teórico que sustenta a análise das seções subsequentes. Quatro proposições a organizam: a inflação futura depende das expectativas correntes dos agentes que formam preços e salários (3.1); essas expectativas formam-se sob fricções informacionais que variam sistematicamente entre tipos de agente (3.2); a política monetária possui múltiplos canais de transmissão, em que a potência depende da estrutura de cada economia e o canal das expectativas ocupa, no caso brasileiro, posição de particular destaque (3.3); e o custo de manter a inflação na meta é determinado pela credibilidade da autoridade monetária, ativo cuja eficácia depende de alcançar a audiência relevante (3.4). Os conceitos técnicos empregados ao longo do estudo encontram-se reunidos, com ilustrações aplicadas, no Quadro 1, ao final da seção.

EXPECTATIVAS E FORMAÇÃO DE PREÇOS

A inflação, entendida como a elevação persistente do nível geral de preços, emerge de um processo descentralizado de decisões de preços e salários. O arcabouço que organiza a política monetária contemporânea — o modelo novo-keynesiano, sintetizado em Woodford (2003) e Galí (2008) — captura a margem central desse processo por meio da Curva de Phillips Novo-Keynesiana (CPNK). Em formulação não algébrica, a CPNK estabelece que a inflação corrente é determinada, em grande medida, pela inflação esperada para o período seguinte, acrescida da pressão exercida pela demanda sobre a capacidade produtiva da economia (o hiato do produto). O mesmo raciocínio estende-se à formação salarial: expectativas de inflação mais elevadas ingressam nas negociações de salários, convertem-se em custos das empresas e retornam aos preços — razão pela qual a literatura se refere, de modo abrangente, às expectativas dos agentes fixadores de preços e salários (*price and wage setters*) como a variável expectacional relevante do modelo.

O mecanismo subjacente decorre da rigidez de preços (CALVO, 1983). Como remarcar preços envolve custos — renegociação de contratos, risco comercial, revisão de tabelas —, as empresas o fazem em intervalos espaçados, e cada remarcação deve permanecer

válida por algum tempo. Um preço fixado para durar é, necessariamente, fixado com base no que se espera do futuro: a empresa que antecipa custos 6% maiores nos próximos doze meses incorpora hoje parte dessa elevação à sua tabela. Agregada sobre milhões de decisões semelhantes, essa antecipação participa da produção do resultado que antecipava — a expectativa de inflação constitui, assim, um dos insumos do próprio processo inflacionário.

Dessa estrutura decorre a distinção sobre a qual este estudo se apoia. Na CPNK, a expectativa relevante é a do agente que fixa preços e salários. O analista de mercado produz um objeto de natureza distinta: uma previsão do resultado agregado do processo inflacionário, e não o insumo que o alimenta. Quando a autoridade monetária adota a mediana das projeções profissionais como medida das “expectativas da economia”, emprega uma aproximação: supõe que a previsão dos profissionais coincide com a expectativa dos agentes fixadores. Trata-se de aproximação operacionalmente conveniente, visto que o dado profissional é abundante, tempestivo e de baixo custo de coleta; mas é hipótese sujeita a teste, e a evidência examinada adiante sugere que ela tende a se deteriorar justamente nos períodos em que a informação seria mais valiosa.

Cumpramos antecipar um esclarecimento conceitual. Aferir a expectativa das firmas não pressupõe que elas prevejam com a precisão dos analistas profissionais; a evidência internacional indica justamente maior dispersão e atualização menos frequente — reflexo da desatenção racional examinada na subseção seguinte, e não de deficiência dos respondentes. A relevância da expectativa empresarial deriva de sua posição no processo: é ela, acurada ou não, que ingressa nas decisões de remarcação e de negociação salarial. Uma expectativa empresarial dispersa constitui, por isso, dupla informação para a política monetária: revela a inflação que estará incorporada aos preços do período seguinte e, sobretudo nos horizontes mais longos, revela a crença dos agentes sobre o compromisso da autoridade monetária com a meta, isto é, a sua credibilidade, conceito desenvolvido na subseção 3.4.

FRICÇÕES INFORMACIONAIS: DA HIPÓTESE DE EXPECTATIVAS RACIONAIS À DESATENÇÃO RACIONAL

A referência normativa da literatura é a hipótese de expectativas racionais (MUTH, 1961; LUCAS, 1972), segundo a qual os agentes utilizam toda a informação disponível — inclusive os anúncios da autoridade monetária — e não incorrem em erros sistemáticos. No polo oposto situa-se a formação adaptativa, na qual o futuro é projetado a partir do passado observado. A distância entre os dois polos tem consequências concretas no caso brasileiro: em uma economia com longa tradição de indexação, o grau em que as expectativas são retrospectivas define a magnitude da inércia inflacionária e, por conseguinte, a dose de política monetária necessária para rompê-la. A própria história do regime de metas

ilustra que essa fronteira é móvel: a avaliação dos primeiros anos do regime documenta redução substancial do grau de persistência da inflação após sua adoção, indicando que o componente retrospectivo da formação de preços perdeu peso quando as metas passaram a coordenar expectativas (MINELLA, FREITAS, GOLDFAJN e MUINHOS, 2002) — evidência de que o arranjo institucional altera o próprio mecanismo de formação de expectativas.

A literatura contemporânea abandonou a escolha binária entre esses polos em favor da modelagem explícita das fricções de informação. A informação relevante difunde-se com defasagem entre os agentes (informação rígida — MANKIW e REIS, 2002), é recebida com ruído (WOODFORD, 2002) e, sobretudo, sua aquisição é custosa, de modo que cada agente se informa apenas até o ponto em que o benefício privado da informação compensa seu custo — a desatenção racional de Sims (2003). Este último conceito é estruturante para o presente estudo. Sob desatenção racional, a heterogeneidade de expectativas entre agentes é o resultado previsível de incentivos distintos. O gestor de recursos acompanha cada comunicado do Copom porque sua atividade o exige; para a maioria das empresas não financeiras, o retorno privado de monitorar a política monetária é baixo, e a atenção é racionalmente alocada às variáveis do próprio negócio.

A evidência empírica é amplamente consistente com essas previsões, com regularidade internacional digna de nota. O programa de pesquisa de Coibion, Gorodnichenko e coautores documentou que, na Nova Zelândia — economia pioneira do regime de metas de inflação —, após 25 anos de vigência do regime, as expectativas de inflação dos gestores de empresas permaneceram substancialmente mais elevadas, mais dispersas e mais voláteis que as dos previsores profissionais, em todos os horizontes (KUMAR, AFROUZI, COIBION e GORODNICHENKO, 2015). A dispersão é explicada pelos incentivos de cada firma à coleta e ao processamento de informação, e a inflação não é percebida pela maioria das empresas como variável relevante para suas decisões (COIBION, GORODNICHENKO e KUMAR, 2018). Padrões análogos foram documentados entre executivos norte-americanos e firmas italianas. Trata-se, ao que a evidência sugere, de padrão recorrente entre economias de mercado.

A implicação para a leitura dos dados brasileiros é direta: a elevada dispersão das expectativas empresariais não deve ser interpretada como ruído a descartar, e sim como indicador do grau em que a mensagem da política monetária não alcança os agentes fixadores de preços e salários. Essa interpretação possui sustentação empírica em três níveis. No plano experimental, quando a informação sobre a inflação recente é fornecida a um subconjunto aleatório de firmas — como no desenho da pesquisa *Survey on Inflation and Growth Expectations* (Sige), da Banca d'Itália —, as expectativas das firmas informadas convergem e sua dispersão se reduz, enquanto as não informadas permanecem dispersas (BARTILORO *et al.*, 2017; COIBION, GORODNICHENKO e ROPELE, 2020): a dispersão responde causalmente à chegada da informação. No plano institucional, evidência de painel para economias avançadas mostra que a transparência do banco central — meta quanti-

ficada, publicação de projeções — reduz de forma expressiva a dispersão entre previsores profissionais, mas não afeta o desacordo nas expectativas do público geral (EHRMANN, EIJJFINGER e FRATZSCHER, 2012): a comunicação convencional comprime a dispersão da audiência já atenta e deixa intacta a das demais — assimetria também documentada para o Brasil, onde a clareza da comunicação do Banco Central afeta o desacordo sobre expectativas de inflação (MONTES e NICOLAY, 2017). E, no plano dos custos, o desacordo entre firmas sobre a inflação futura não é neutro: evidência causal para a Itália mostra que seu aumento gera má-alocação de recursos e perda agregada de produtividade (ROPELE, GORODNICHENKO e COIBION, 2024). Cumpre a ressalva de que a dispersão também reflete heterogeneidade genuína de estruturas de custo e incerteza, e não apenas alcance informacional — razão pela qual deve ser lida em conjunto com medidas diretas de conhecimento e de fontes de informação, como as que a própria Pesquisa Firmus coleta. Feita a ressalva, a conclusão de política permanece: se a desatenção é racional — se o obstáculo é o custo de aquisição da informação —, a resposta não consiste em intensificar a comunicação dirigida à audiência já atenta, mas em reduzir o custo de atenção das demais audiências, tema desenvolvido na Seção 5. A dispersão das expectativas empresariais opera, nesse sentido, como indicador de desempenho da própria comunicação da autoridade monetária — e sua redução, como objetivo com valor econômico mensurável.

O conjunto de previsores profissionais, por sua vez, está sujeito a uma fricção de natureza distinta: a convergência excessiva. Previsores avaliados em termos relativos — no caso brasileiro, inclusive por meio de ranking público de acurácia mantido pelo próprio BC — enfrentam assimetria de custos entre errar acompanhando o consenso e errar isoladamente, o que induz comportamento de manada. Morris e Shin (2002) identificam um agravante: na presença de um sinal público saliente — e a mediana do Focus, divulgada semanalmente, é um sinal público saliente —, os agentes tendem a sobreponderá-lo em detrimento de sua informação privada, porque parte do retorno de cada previsor depende de coordenar-se com os demais. O resultado é um consenso estatisticamente estreito, porém informacionalmente pobre: a baixa dispersão pode refletir coordenação entre previsores, e não convicção difundida na economia. A evidência brasileira é consistente com esse diagnóstico: os erros de projeção do Focus são fortemente correlacionados entre instituições e entre grupos de instituições, e seu padrão temporal — subestimação nos ciclos de aceleração inflacionária, como em 2021, e superestimação nos ciclos de desinflação, como em 2023 e 2025, que corresponde à assinatura da atualização lenta e coordenada e não à de um viés direcional de interesse.

Sintetiza-se, assim, a proposição que fundamenta o restante do estudo: a baixa dispersão nas projeções profissionais não constitui, por si, evidência de que as expectativas da economia estejam ancoradas; pode refletir, em medida difícil de determinar, a coordenação da própria indústria de previsão. São fenômenos distintos, e distingui-los empiricamente requer medi-los separadamente.

CANAIS DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

A taxa básica de juros atua sobre a inflação por um conjunto de canais de transmissão (MISHKIN, 1996). Pelo canal da demanda, juros mais elevados encarecem o crédito, contêm consumo e investimento e reduzem a pressão da atividade sobre a capacidade produtiva — o hiato do produto da CPNK. Pelo canal do câmbio, juros mais altos tendem a apreciar a moeda doméstica, barateando importados e insumos; pelo canal dos preços de ativos, afetam riqueza e condições de financiamento; pelo canal do crédito, alteram a disposição dos bancos a emprestar; e, pelo canal das expectativas, a própria sinalização da autoridade modera as decisões prospectivas de preços e salários antes que qualquer efeito real se materialize. A potência relativa desses canais não é um dado universal: depende da estrutura de cada economia — do grau de indexação, da composição do índice de preços, da organização do mercado de crédito e do prazo médio dos contratos.

Duas características dessa estrutura importam diretamente para o presente estudo. A primeira é a posição de particular destaque do canal das expectativas no caso brasileiro: estimativas obtidas com modelos semiestruturais do próprio Banco Central sugerem que esse canal responde por parcela expressiva da transmissão da política monetária para a inflação em horizontes de até um ano (MINELLA e SOUZA-SOBRINHO, 2009). O instrumento que o Copom maneja opera, portanto, sobretudo por meio daquilo que os agentes esperam — o que confere à medição das expectativas, objeto deste estudo, estatuto de infraestrutura do próprio mecanismo de transmissão, e não de curiosidade estatística.

A segunda característica é a existência de parcelas do índice de preços que escapam, no curto prazo, ao canal da demanda. Os preços administrados por contrato ou monitorados — energia elétrica, combustíveis, planos de saúde, transporte público, entre outros —, que respondem por fração expressiva da cesta do IPCA, são fixados por regras contratuais e regulatórias, com frequência indexadas a índices de inflação passada. Essa parcela é pouco sensível às condições correntes de demanda e, ao carregar a inflação de ontem para os reajustes de amanhã, reforça o componente inercial do processo inflacionário (FRAGA, GOLDFAJN e MINELLA, 2003). A consequência é dupla: o ônus do ajuste concentra-se sobre os preços livres, elevando a dose de juros necessária para um mesmo resultado desinflacionário, e a razão de sacrifício da economia aumenta. A dimensão quantitativa dessas características para o caso brasileiro — ao lado da estrutura do crédito direcionado, que subtrai parte do mercado de crédito à sensibilidade da Selic — é examinada na Seção 4.

Por fim, dos canais enumerados, o das expectativas destaca-se por operar sem exigir, em princípio, contração prévia da atividade. Ou seja, a sinalização crível substitui, na margem, parte do aperto efetivo. É também, portanto, o canal cuja potência depende menos da estrutura da economia e mais de um ativo institucional: a credibilidade da autoridade monetária.

CREDIBILIDADE: O PREÇO DA PALAVRA

As proposições anteriores pressupõem um ativo cuja natureza convém examinar: a credibilidade da autoridade monetária. Esta subseção argumenta que a credibilidade determina o custo real da estabilidade de preços e que possui uma propriedade frequentemente negligenciada pela literatura clássica — sua eficácia depende de alcançar a audiência economicamente relevante.

O problema fundacional da moderna teoria de bancos centrais é o da inconsistência temporal (KYDLAND e PRESCOTT, 1977; BARRO e GORDON, 1983). Um compromisso discricionário com inflação baixa carrega uma tentação embutida: uma vez firmados os contratos com base no compromisso, a autoridade tem incentivo a gerar inflação-surpresa para estimular a atividade no curto prazo. O resultado central da teoria é que os agentes antecipam essa tentação e a precificam: obtém-se inflação mais alta sem qualquer ganho de atividade — paga-se o custo da desconfiança sem o benefício do estímulo. A solução identificada pela literatura é institucional: delegar a política monetária a uma instituição autônoma, com mandato definido e meta explícita (ROGOFF, 1985). É essa a arquitetura do regime de metas, adotado no Brasil em 1999 e completado pela Lei Complementar (LC) n.º 179/2021, que conferiu autonomia formal ao Banco Central com o objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, ao qual se subordinam os objetivos de zelar pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações da atividade e fomentar o pleno emprego. A avaliação dos primeiros anos do regime brasileiro sugere que o desenho cumpriu, em boa medida, sua função teórica: as metas operaram como coordenador relevante das expectativas — que respondem de forma significativa e prospectiva aos alvos anunciados —, e a autoridade monetária passou a reagir fortemente aos desvios das expectativas em relação à meta, conduzindo a política em base explicitamente *forward-looking*; os autores registravam, já então, que a credibilidade permanecia em construção e que a ausência de autonomia legal constituía obstáculo a níveis mais elevados de credibilidade (MINELLA, FREITAS, GOLDFAJN e MUINHOS, 2002) — lacuna que a LC n.º 179/2021 viria a fechar duas décadas depois. Registre-se que o arranjo brasileiro não configura o mandato duplo norte-americano, mas um mandato hierárquico — e a hierarquia é constitutiva do compromisso, não acidente de redação.

Em termos operacionais, a credibilidade pode ser definida como a taxa de conversão entre comunicação e resultado. Quando a autoridade é crível, o anúncio realiza parte do trabalho: a sinalização de aperto futuro modera reajustes correntes, e a taxa de juros executa apenas o serviço remanescente; quando não é, a palavra perde tração e a taxa de juros deve realizar o trabalho integral, acrescido de um prêmio de desconfiança. A literatura denomina razão de sacrifício o custo real — em atividade e emprego — de cada ponto de inflação eliminado; a credibilidade é o principal determinante dessa razão. Essa moldura esclarece um contraste frequentemente observado: o Federal Reserve (Fed) pode declarar atenção ao desemprego sem desancorar expectativas porque os agentes atribuem probabilidade elevada a uma resposta contracionista caso a inflação acelere. A flexibili-

dade do mandato dual não é uma opção de desenho disponível a qualquer país; é um dividendo de credibilidade acumulada. Em sentido inverso, economias com histórico de inflação elevada e fragilidade institucional pagam um prêmio de risco: manifestações públicas de autoridades contra o Banco Central reabrem a suspeita de inconsistência temporal que a autonomia foi desenhada para encerrar, traduzindo-se em juros mais altos para toda a economia..

A credibilidade monetária possui, ademais, um teto de natureza fiscal. Blanchard (2004), a partir da experiência brasileira de 2002-2003, demonstrou que, sob dívida pública elevada e trajetória fiscal duvidosa, a elevação dos juros pode inverter seu efeito convencional: ao deteriorar a dinâmica da dívida, eleva o risco soberano, deprecia o câmbio e pressiona a inflação — o cenário de dominância fiscal. Ainda que não descreva a situação brasileira corrente, esse limite delimita o alcance da política monetária e estabelece o vínculo entre esta seção e a seguinte: a credibilidade da autoridade monetária é, em última instância, condicionada pela credibilidade da política fiscal.

Resta a propriedade negligenciada. A literatura clássica trata a credibilidade como atributo da instituição; ela é, contudo, uma relação — pressupõe que a audiência receba o compromisso para poder acreditar nele. A evidência indica que essa condição pode falhar de modo silencioso. Na Nova Zelândia, a ampla maioria dos gestores de empresas acredita na capacidade do banco central de controlar a inflação — não há, portanto, déficit de confiança —, mas apenas cerca de 30% sabem quem preside a instituição, poucos conhecem a meta vigente, e suas expectativas permanecem dispersas e voláteis em todos os horizontes (KUMAR *et al.*, 2015). Uma autoridade pode ser plenamente crível para a audiência atenta e, ainda assim, não ancorar os agentes que fixam preços e salários, porque o compromisso jamais os alcançou. Credibilidade sem atenção é um ativo inerte.

Essa propriedade organiza o restante do estudo. A desatenção racional (3.2) explica por que a mensagem não alcança o setor real; a evidência sobre comunicação estratificada e canais diretos (Seção 5) indica como alcançá-lo; e a medição direta das expectativas empresariais (Seção 6) constitui um instrumento capaz de aferir a credibilidade no ponto em que ela produz efeito econômico — as decisões de preços e salários. O que o Focus mede é a credibilidade percebida pela indústria de previsão, e essa medida já é informativa: as expectativas de inflação para horizontes de quatro e cinco anos encontram-se persistentemente acima da meta contínua de 3%, estacionadas há dezenas de semanas. Em horizontes dessa extensão, choques de oferta, de energia ou de câmbio dificilmente explicam desvios persistentes; o que se observa tende a refletir, sobretudo, a avaliação do mercado sobre a função de reação da autoridade — uma leitura direta do que se pode chamar de desancoragem residual.

O tratamento institucional dessa informação revela, contudo, uma dupla assimetria. Na vertente de previsores profissionais, o dado de horizonte longo existe — o Sistema Expectativas de Mercado coleta projeções para até quatro anos-calendário à frente —, mas ca-

rece de uso sistemático: a métrica formal de ancoragem empregada pelo Banco Central afere a mediana do Focus para a inflação acumulada em doze meses realizada dezoito meses à frente, horizonte que a própria instituição reconhece como relativamente curto e ainda sujeito à influência de choques¹; as expectativas mais longas ingressam na comunicação oficial apenas episodicamente, nos momentos em que a desancoragem já se estende além do horizonte relevante, sem métrica definida nem papel institucional estável. Na vertente empresarial, o dado de horizonte longo simplesmente não existe: a Pesquisa Firmus não contém perguntas para além de dois a três anos. Assim, a questão que somente uma pesquisa de firmas com horizonte longo poderia responder — se o setor produtivo precifica déficit de credibilidade equivalente ao do mercado, superior, ou se simplesmente desconhece a meta — permanece, hoje, sem resposta possível. Qualquer das três respostas alteraria o cálculo da política monetária; e a agenda proposta na Seção 8 contempla precisamente as duas frentes: formalizar o monitoramento de horizonte longo sobre o dado que o Focus já coleta, e criar esse dado onde ele inexistente.

A tese teórica do estudo pode, então, ser enunciada: aferir as expectativas do setor produtivo é aferir a credibilidade do Banco Central no ponto em que ela produz efeito sobre a formação de preços e salários, e comunicar-se com o setor produtivo constitui manutenção de um ativo estratégico do regime monetário.

Por que os juros brasileiros são tão altos: a dívida pública e outros determinantes estruturais

A Seção 3 encerrou-se com uma restrição: a credibilidade da autoridade monetária é condicionada, em última instância, pela credibilidade da política fiscal. Esta seção desenvolve essa restrição e a insere em um quadro mais amplo. Seu propósito é duplo: documentar os determinantes estruturais do elevado juro real brasileiro — sem pretensão de exaustividade, privilegiando as contribuições de maior peso — e, ao fazê-lo, delimitar com precisão o que a agenda proposta neste estudo pode e o que não pode alcançar. A ordem de exposição reflete a ordem de importância: a dívida pública em primeiro plano; em seguida, a insuficiência de poupança doméstica, as obstruções nos canais de transmissão e o prêmio de credibilidade.

¹ Banco Central do Brasil, Estudo Especial n.º 112.

A DÍVIDA PÚBLICA EM PRIMEIRO PLANO

A âncora de nossa moeda, o Real (BRL), é a âncora fiscal. Quanto maior o desarranjo fiscal, menor a confiança e a credibilidade na moeda, aumentando a pressão inflacionária e tornando menos eficiente a política monetária no regime de metas. A dívida bruta do governo geral alcançou 81,1% do Produto Interno Bruto (PIB) em maio de 2026 (R\$ 10,6 trilhões), em trajetória ascendente na qual a incorporação de juros nominais responde pela maior parcela da variação: no acumulado do ano, os juros adicionaram 4,2 pontos percentuais do PIB ao indicador, parcialmente compensados pelo crescimento nominal da economia (Banco Central do Brasil, 2026). As projeções de médio prazo não indicam inflexão: a mediana do Sistema Expectativas de Mercado contempla dívida bruta crescente pelo menos até 2030 — quando atingiria cerca de 94% do PIB — e a avaliação mais recente do Fundo Monetário Internacional, na Consulta do Artigo IV de 2026, aponta na mesma direção, condicionando a estabilização a um esforço fiscal mais robusto que o atualmente contratado.

O vínculo entre esse quadro e o nível dos juros opera por três mecanismos que se reforçam. O primeiro é o prêmio de risco: quanto mais elevada e mais incerta a trajetória da dívida, maior a remuneração exigida pelos detentores de títulos públicos para carregá-la, e a taxa livre de risco da economia inteira se desloca com ela. O segundo é a circularidade entre juro e dívida: com estoque elevado, cada ponto adicional de Selic converte-se imediatamente em serviço da dívida, deteriorando o próprio quadro fiscal que pressiona o prêmio de risco — dinâmica visível nos dados correntes, em que o custo de financiamento é o principal vetor de crescimento do endividamento. O terceiro é o limite teórico examinado na Seção 3.4: sob fragilidade fiscal suficientemente aguda, o instrumento monetário perde tração ou inverte o sinal (BLANCHARD, 2004). A composição da dívida agrava o quadro: a participação crescente de títulos pós-fixados, remunerados pela própria Selic, transfere de imediato o custo do aperto monetário ao Tesouro e, simetricamente, atenua o efeito-riqueza contracionista que a alta de juros exerceria sobre detentores de títulos prefixados, subtraindo potência ao mesmo instrumento que encarece. A primazia do fator fiscal na explicação do juro real brasileiro encontra amplo respaldo na literatura empírica: Goldfajn e Bicalho (2011) identificam o endividamento público e o prêmio de risco soberano entre os determinantes significativos da taxa real de equilíbrio, e Segura-Ubiergo (2012), em painel de economias emergentes, situa a combinação de fragilidade fiscal, poupança doméstica escassa e histórico inflacionário no núcleo da explicação do caso brasileiro.

A implicação para este estudo é direta e convém explicitá-la: nenhum aprimoramento na medição ou na comunicação de expectativas altera essa aritmética. Um juro estruturalmente menor exige, como pré-condição, uma trajetória fiscal crível — o que envolve a revisão de despesas obrigatórias, de subsídios e de renúncias, agenda que cabe ao Executivo e ao Congresso, não à autoridade monetária. As recomendações finais deste estudo consideram essa pré-condição sem reservas.

POUPANÇA DOMÉSTICA E O JURO DE EQUILÍBRIO

O segundo determinante é de natureza real, não monetária. Em uma economia aberta, a taxa de juros de equilíbrio, ou seja, aquela que não estimula nem contrai a atividade, reflete o balanço entre a disponibilidade de poupança e a demanda por investimento. A poupança bruta brasileira situou-se em 14,4% do PIB em 2025, mantendo-se abaixo de 15% pelo terceiro ano consecutivo (IBGE, Contas Nacionais Trimestrais) — ante média mundial próxima de 23% do PIB e patamares da ordem de 35% a 40% nas economias emergentes da Ásia. A escassez é agravada pela despoupança do próprio setor público, cujos déficits recorrentes absorvem parte da poupança privada disponível, e por um desenho de gasto que antecipa consumo. Com poupança escassa, o capital é caro em qualquer regime monetário: o juro elevado é, nessa dimensão, o preço de equilíbrio de um recurso raro. A literatura empírica atribui a essa insuficiência papel central na explicação do juro real brasileiro (GOLDFAJN e BICALHO, 2011; SEGURA-UBIERGO, 2012), e a prescrição que dela decorre reforça a da subseção anterior: a elevação da poupança agregada passa, antes de tudo, pela redução da despoupança pública. A política monetária determina flutuações em torno do juro neutro; o nível do juro neutro é determinado pela estrutura da economia.

CANAIS DE TRANSMISSÃO PARCIALMENTE OBSTRUÍDOS

O terceiro conjunto de determinantes retoma a Seção 3.3: quando parte da economia não responde à Selic, a parte restante precisa responder por todos, e a dose necessária do instrumento aumenta. Três obstruções destacam-se no caso brasileiro. A primeira é o crédito direcionado: as operações com recursos direcionados — habitacional, rural, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) —, contratadas a taxas administradas pouco sensíveis à taxa básica, chegaram a representar praticamente metade do estoque de crédito bancário em meados da década de 2010, tendo passado de 38,4% do total, em 2010, a 49,2% em 2015, e permanecem em patamar próximo a dois quintos do estoque (Banco Central do Brasil). O próprio BC documenta que a expansão dessa carteira reduziu a potência da política monetária no período, sendo que cada ponto de Selic incide apenas sobre a fração livre do mercado de crédito, e recai com mais força justamente sobre as famílias e empresas sem acesso ao crédito subsidiado.

A segunda obstrução é a parcela de preços administrados por contrato ou monitorados — energia, combustíveis, transporte público, planos de saúde —, que responde por aproximadamente um quarto da cesta do IPCA. Como exposto na Seção 3.3, esses preços são pouco sensíveis às condições correntes de demanda e, com frequência, indexados a índices de inflação passada, realimentando a inércia. O tema possui literatura brasileira consolidada: a avaliação dos primeiros anos do regime de metas estima que o repasse

cambial para os preços administrados é cerca de duas vezes e meia o observado para os preços livres, e documenta o comportamento retrospectivo desses preços, com reajustes contratuais vinculados ao Índice Geral de Preços (IGP), que é um índice mais sensível ao câmbio que os índices ao consumidor (MINELLA, FREITAS, GOLDFAJN e MUINHOS, 2002); Figueiredo e Ferreira (2002) identificam a indexação ao IGP como principal fator do descolamento dos administrados em relação aos preços livres, e concluem que a política monetária, ao combater os efeitos secundários dos choques nesses preços, foi negativamente afetada por sua dinâmica; ainda, Freitas e Bugarin (2007)² analisam formalmente as implicações da presença dessa parcela rígida para a condução ótima da política monetária no caso brasileiro.

A terceira obstrução é a indexação disseminada em contratos privados — aluguéis, mensalidades, dissídios —, herança institucional do período de alta inflação que segue transportando a inflação de ontem para os custos de amanhã. O efeito conjunto das três obstruções é elevar a razão de sacrifício: mais juros, por mais tempo, para o mesmo resultado desinflacionário.

O PRÊMIO DE CREDIBILIDADE

A memória da hiperinflação, os episódios históricos de dominância fiscal e de interferência sobre a autoridade monetária, e a recorrência de manifestações públicas de autoridades contra o Banco Central compõem um passivo reputacional que se paga em juros: como discutido na Seção 3.4, déficits de credibilidade tendem a ser compensados em pontos de Selic. A literatura clássica associa independência da autoridade monetária à inflação mais baixa sem custo em atividade (CUKIERMAN, 1992; ALESINA e SUMMERS, 1993); para o caso brasileiro, o histórico inflacionário figura entre os determinantes centrais do juro real elevado (SEGURA-UBIERGO, 2012), e a insegurança institucional mais ampla, relacionada à “incerteza jurisdicional” que deprime o crédito longo em moeda doméstica, foi apontada como componente estrutural do prêmio exigido para emprestar no País (ARIDA, BACHA e LARA RESENDE, 2005).

Diferentemente dos determinantes anteriores, contudo, este componente é sensível à governança das expectativas. A credibilidade se constrói com histórico de cumprimento, uma dimensão que exige tempo e consistência, mas que também se transmite, se verifica e se desperdiça: um compromisso crível que não alcança os agentes fixadores de preços e salários é, na expressão da Seção 3.4, um ativo inerte. É precisamente nessa margem da transmissão e da verificação da credibilidade existente que se situa a contribuição possível da agenda examinada nas seções seguintes. A Seção 5 trata da transmissão; as Seções 6 e 7, da verificação.

2 Estudo sobre preços administrados e política monetária premiado pelo Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (Cemla).

Comunicação do Banco Central: da audiência atenta à audiência relevante

A COMUNICAÇÃO COMO INSTRUMENTO DE POLÍTICA

Como será sustentado abaixo, a comunicação dos bancos centrais é capaz de mover mercados financeiros, aumentar a previsibilidade das decisões e contribuir para o alcance dos objetivos macroeconômicos — ressalvando-se, contudo, que a ampla heterogeneidade de práticas e formatos entre as autoridades monetárias evidencia que não existe um modelo único ou universalmente ótimo de comunicação (BLINDER *et al.*, 2008). O *forward guidance* ilustra o uso da comunicação como instrumento de política monetária: sob credibilidade, a palavra antecipa o efeito do juro, operando pelo canal que, como visto na Seção 3.3, dispensa em princípio contração prévia da atividade.

A ausência de consenso apontada pela literatura tem, porém, uma dimensão específica que importa a este estudo: a questão de para quem se comunica. Estudos empíricos recentes (COIBION, GORODNICHENKO e WEBER, 2022; HALDANE e MCMAHON, 2018; BHOLAT *et al.*, 2019; EHRMANN e WABITSCH, 2022) permitem decompor o problema em três margens: o conteúdo da mensagem, o seu formato e o canal pelo qual ela trafega.

CONTEÚDO, FORMATO E CANAL: A EVIDÊNCIA EXPERIMENTAL

Quanto ao conteúdo, o experimento de maior escala da literatura, um ensaio controlado randomizado com cerca de vinte mil indivíduos nos Estados Unidos, produziu um resultado notável: a leitura do comunicado integral do Comitê Federal de Mercado Aberto do Federal Reserve (FOMC, na sigla em inglês) tem, em média, o mesmo efeito sobre as expectativas de inflação que a simples informação da meta perseguida pelo Fed; e a leitura de uma reportagem sobre a reunião produz revisão de expectativas duas vezes menor que o contato direto com a informação (COIBION, GORODNICHENKO e WEBER, 2022). Estatísticas simples, como a inflação corrente, a meta e a projeção do comitê, deslocam as expectativas de forma expressiva e imediata. A implicação é dupla: o que move expectativas fora do circuito especializado é o número essencial entregue sem intermediação; e a intermediação jornalística, embora indispensável, dilui o sinal.

Quanto ao formato, a experiência do Banco da Inglaterra com a comunicação em camadas oferece o teste mais direto. A partir de 2017, o banco passou a publicar, ao lado do relatório técnico, um “*visual summary*”, que nada mais é do que uma versão do comunicado de política monetária em linguagem simples, acompanhada de gráficos. A avaliação experimental encontrou melhora significativa na compreensão da política monetária e na confiança na instituição entre os expostos à versão simplificada (HALDANE e MCMAHON, 2018; BHOLAT *et al.*, 2019). O custo da iniciativa é desprezível; o ganho, mensurável.

Quanto ao canal, a evidência converge para uma conclusão pouco lisonjeira aos sítios institucionais: televisão e imprensa seguem sendo as principais fontes de informação do público sobre o banco central, e os canais próprios da autoridade são utilizados por poucos, de modo que o alcance efetivo exige levar a mensagem onde a audiência está, inclusive por meio de comunicação direta em redes sociais, cuja capacidade de alcançar não especialistas foi documentada empiricamente para o Banco Central Europeu (EHRMANN e WABITSCH, 2022; BLINDER *et al.*, 2024). A prescrição da literatura foi sintetizada na fórmula dos “3 Es” — *explanation, engagement, education* (HALDANE, MACAULAY e MCMAHON, 2021): reduzir o custo de aquisição da informação, em vez de esperar que a audiência o pague.

Esses três resultados devem ser lidos em conjunto com a assimetria documentada na Seção 3.2: a transparência convencional, que pode ser aqui exemplificada em itens como meta quantificada, publicação de projeções e atas detalhadas, comprime a dispersão de expectativas entre previsores profissionais, mas não afeta o desacordo das demais audiências (EHRMANN, EIJJFINGER e FRATZSCHER, 2012). Transparência e alcance são, portanto, variáveis distintas: é possível figurar entre os bancos centrais mais transparentes do mundo para a audiência atenta e, simultaneamente, permanecer inaudível para parcela da audiência economicamente relevante. Cumpre registrar, por rigor com a literatura, a posição cética: parte dos autores duvida da viabilidade da comunicação com o grande público, dada a limitada disposição deste a informar-se (BLINDER *et al.*, 2024). A objeção, contudo, perde força quando o alvo não é o público difuso, mas um conjunto delimitado, identificável e economicamente decisivo: as empresas. Firms têm decisões de preço a tomar, associações que as congregam e estruturas que processam informação, e o custo de alcançá-las é de magnitude menor que o de alcançar cada domicílio, enquanto o retorno por agente alcançado é maior.

O CASO BRASILEIRO: TRANSPARÊNCIA ELEVADA, ESTRATIFICAÇÃO INCIPIENTE

Pelo padrão convencional, o Banco Central do Brasil situa-se entre as autoridades monetárias mais transparentes: os índices internacionais de transparência de bancos centrais posicionam a instituição de forma consistente no grupo superior entre as econo-

mias emergentes (DINCER e EICHENGREEN, 2014), com comunicados e atas detalhados, Relatório de Política Monetária trimestral com estudos especiais, projeções condicionais públicas, agendas de diretoria divulgadas e um sistema de expectativas — o Focus — cuja abertura de dados poucos pares oferecem. A evidência para o Brasil indica que os comunicados e atas do Copom afetam a estrutura a termo da taxa de juros e reduzem o desacordo entre previsores (CARVALHO, CORDEIRO e VARGAS, 2013; CHAGUE *et al.*, 2015; MONTES e NICOLAY, 2017), sugerindo a eficácia dessa comunicação junto à audiência especializada.

A margem de aprimoramento identificada situa-se na estratificação. A comunicação de política monetária em sentido estrito, como a realizada por meio dos comunicados do Copom, atas, relatórios trimestrais, não possui camada simplificada dirigida ao setor produtivo, nos moldes do *visual summary* britânico; e a presença digital da instituição, ativa em educação financeira e em serviços, não é empregada sistematicamente para entregar às empresas os três números que a evidência experimental identifica como eficazes: a inflação corrente, a meta e a projeção do comitê.

O País dispõe, ademais, de um precedente próprio que sugere a viabilidade da pedagogia monetária em escala: a transição da Unidade Real de Valor (URV) ao Real, em 1994, foi, entre outras dimensões, uma operação massiva de comunicação e coordenação de expectativas dirigida diretamente a quem remarcava preços, conduzida por múltiplos canais e em linguagem acessível (FRANCO, 1995; BACHA, 1998). O episódio estabelece que a autoridade econômica brasileira já soube, quando o considerou decisivo, dirigir-se ao setor real na linguagem do setor real.

A agenda de comunicação estratificada possui, por fim, uma propriedade rara em política pública: seu desempenho é verificável. Como discutido na Seção 3.2, há evidência de que a dispersão das expectativas empresariais responde à chegada da informação, podendo operar como indicador de alcance da mensagem. A Pesquisa Firmus, ao medir trimestralmente essa dispersão, e ao perguntar às empresas quais fontes utilizam, constitui o painel de instrumentos natural dessa agenda: se a comunicação estratificada funcionar, a dispersão deve declinar ao longo das rodadas, e a composição de fontes deve deslocar-se em direção aos canais diretos da autoridade.

O CANAL QUE EXISTE HOJE

Na ausência de comunicação estratificada, por qual canal a mensagem da política monetária alcança hoje o setor produtivo? A resposta é fornecida pela própria Pesquisa Firmus: indagadas sobre as fontes que utilizam para formular suas projeções macroeconômicas, as empresas apontam, com destaque, o relatório Focus (Banco Central do Brasil, Relatório Firmus, 2025). O veículo central de medição da expectativa do setor financeiro figura, também, entre as principais fontes de formação da expectativa do setor produtivo, como

um retrato de uma economia em que a informação pública de qualidade circula com fluidez entre os agentes. As duas pesquisas em torno das quais essa integração se organiza, o Focus, que produz o sinal, e a Firmus, que capta sua recepção pelo setor produtivo, são descritas em detalhe na seção seguinte.

As pesquisas de expectativas do Banco Central: Focus e Firmus

O PROCESSO DECISÓRIO DO COPOM

Antes de examinar os instrumentos de medição, convém situar o processo que eles alimentam. O Comitê de Política Monetária foi instituído em 20 de junho de 1996, com inspiração declarada no FOMC norte-americano e no conselho do Bundesbank, para conferir transparência e rito adequado à decisão de juros; suas competências formais são definir a meta da taxa Selic, vigente por todo o intervalo entre reuniões, e divulgar o relatório trimestral de projeções³. São nove membros votantes: o presidente e os oito diretores do Banco Central⁴, e o calendário das oito reuniões anuais, em ciclo de aproximadamente 45 dias, é divulgado até junho do ano anterior.

Cada reunião ordinária divide-se em duas sessões, em dias consecutivos. Na primeira, os chefes dos departamentos técnicos — Econômico (Depec), de Estudos e Pesquisas (Depep), de Operações do Mercado Aberto (Demab), das Reservas Internacionais (Depin), de Assuntos Internacionais (Derin) e de Operações Bancárias (Deban) — apresentam a análise de conjuntura, cobrindo inflação, nível de atividade, finanças públicas, balanço de pagamentos, economia internacional, mercados monetário e de câmbio e, expressamente, as expectativas gerais para as variáveis macroeconômicas. Na segunda sessão, o chefe do Depep, sem direito a voto, apresenta a avaliação prospectiva da inflação e as projeções condicionais construídas sobre o cenário de referência; então, os membros deliberam e definem a meta da Selic por maioria simples de votos. O comunicado é divulgado a partir das 18h do segundo dia; a ata, às 8h da terça-feira da semana seguinte, dentro do prazo de seis dias úteis; e as apresentações técnicas da primeira e da segunda sessão tornam-se públicas após quatro e oito anos, respectivamente. A Figura 1 sintetiza o ciclo.

3 Banco Central do Brasil, Circular n.º 3.868/2017.

4 Estabelecida pela LC n.º 179/2021.

FIGURA 1 — O CICLO DECISÓRIO DO COPOM

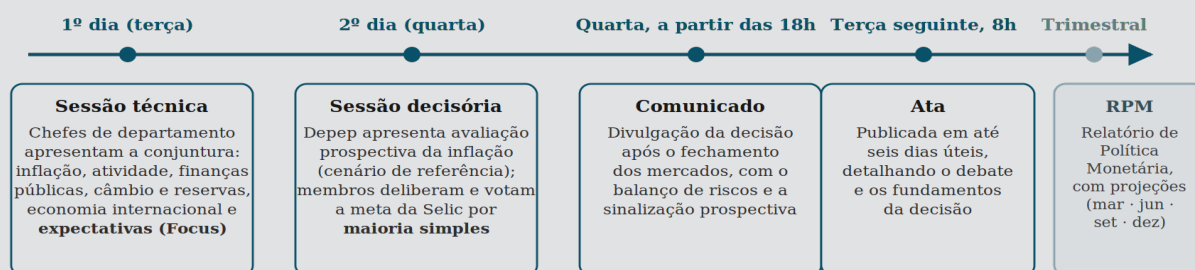
Oito reuniões ordinárias por ano (ciclo de ~45 dias) · calendário anual divulgado até junho do ano anterior

QUEM PARTICIPA

Membros votantes: Diretoria Colegiada do Banco Central — Presidente e oito Diretores (nove membros, LC nº 179/2021).

1ª sessão: chefes dos departamentos técnicos (Depec, Depep, Demab, Depin, Derin, Deban) e servidores autorizados.

2ª sessão: membros do Copom e, sem direito a voto, o chefe do Depep (avaliação prospectiva da inflação).



TRANSPARÊNCIA DIFERIDA

As apresentações técnicas do 1º e do 2º dia tornam-se públicas após 4 e 8 anos, respectivamente — o registro integral do processo decisório é, por desenho, auditável.

Fonte: Banco Central do Brasil, "Definição e histórico do Copom" e Circular nº 3.868/2017. Elaboração própria.

Dois traços desse rito importam ao presente estudo. O primeiro é que as expectativas têm assento formal na pauta: constam, nominalmente, no rol de temas da sessão técnica; e o veículo pelo qual chegam à mesa é o Sistema Expectativas de Mercado, descrito a seguir. O segundo é que a decisão é colegiada e deliberativa: o conjunto de evidências apresentado nas duas sessões informa o julgamento dos membros da diretoria, e é esse julgamento que define o voto. Propostas sobre medição de expectativas, inclusive as deste estudo, devem ser lidas nessa moldura: operam sobre a qualidade e a abrangência do insumo informacional disponível ao comitê, e seu efeito sobre as decisões, quando houver, tende a ser gradual e indireto.

O SISTEMA EXPECTATIVAS DE MERCADO E O RELATÓRIO FOCUS

O Sistema Expectativas de Mercado foi instituído em 1999, junto com o regime de metas, e ganhou plataforma eletrônica própria em 2001. Seu funcionamento é particular entre bancos centrais: as instituições participantes (atualmente cerca de 170) atualizam suas projeções de forma contínua, em base diária, mediante acesso individual ao sistema, o que permite à autoridade acompanhar o estado das expectativas praticamente em tempo real.

O universo de respondentes é diversificado: bancos comerciais e de investimento, gestoras de recursos, corretoras e distribuidoras, consultorias econômicas, empresas do setor

real, associações de classe e instituições acadêmicas. A adesão é feita mediante solicitação ao Banco Central e o requisito de admissão é dispor de equipe dedicada a projeções macroeconômicas, já que esta é uma condição que assegura que as estimativas informadas reflitam análise técnica com conhecimento de causa. Não há obrigatoriedade de resposta a todas as variáveis: instituições podem especializar-se em subconjuntos delas. As projeções informadas permanecem ativas nas estatísticas enquanto atualizadas; após trinta dias sem atualização, deixam de sensibilizar os agregados divulgados, permanecendo apenas no histórico — regra que garante que a mediana publicada reflita avaliações correntes.

O conjunto de variáveis coletadas abrange os principais índices de preços (IPCA, IGP-M e outros), a taxa Selic, a taxa de câmbio, o crescimento do PIB e da produção industrial, variáveis fiscais e do setor externo — em horizontes que vão de meses a anos-calendário, alcançando quatro anos adiante — além da inflação acumulada em doze meses (“suavizada”). A estatística de referência é a mediana, escolhida por sua robustez a valores extremos; divulgam-se também médias, desvios-padrão, máximos e mínimos, e recortes que consideram apenas as respostas dos últimos cinco dias úteis. Os produtos públicos incluem o Boletim Focus, que é um relatório semanal publicado às segundas-feiras, o Focus-Distribuições de Frequência, de periodicidade mensal, com os histogramas das expectativas, e os rankings Top 5, mensais e anuais, que reconhecem as instituições de maior acurácia em horizontes de curto, médio e longo prazos.

A função de reação do Copom responde de forma forte e estatisticamente significativa aos desvios das expectativas coletadas pela pesquisa em relação à meta (MINELLA, FREITAS, GOLDFAJN e MUINHOS, 2002); e as trajetórias de câmbio e de juros extraídas do próprio Focus alimentam o cenário de referência sobre o qual o Banco Central constrói as projeções condicionais divulgadas em seus comunicados. A pesquisa é, assim, simultaneamente insumo da análise, referência da projeção e peça da comunicação da autoridade monetária.

A PESQUISA FIRMUS

A Firmus tem por objetivo captar as expectativas e percepções de empresas não financeiras, ou seja, o conjunto de agentes que, na moldura da Seção 3, fixa preços e salários. Inspirada em iniciativas de outros bancos centrais, nasceu como projeto piloto em 2023, atravessou oito trimestres de teste a fim de avaliar a clareza das perguntas e a ampliar a base de respondentes, e foi oficialmente lançada em setembro de 2025.

A participação é voluntária e ocorre mediante cadastro público, disponível na página da pesquisa; a mobilização de respondentes conta com o apoio de entidades empresariais (a exemplo do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças) e os respondentes típicos são executivos e profissionais das áreas de finanças e planejamento das empresas. Dife-

rentemente do Focus, não há requisito de equipe de projeções: a escolha é deliberada, pois o objeto da pesquisa é a percepção de quem decide nas empresas, e não a previsão profissional. Tampouco há premiação de acurácia ou ranking de respondentes, visto que as respostas individuais são sigilosas e apenas os agregados são divulgados.

A coleta é trimestral, com rodadas em fevereiro, maio, agosto e novembro, aplicadas por questionário eletrônico em janela de cerca de três semanas. O instrumento é deliberadamente conciso: treze perguntas recorrentes, respondíveis em cerca de cinco minutos, às quais se somam questões especiais rotativas, entre elas, a que indaga as fontes de informação utilizadas pelas empresas em suas projeções. O conteúdo combina expectativas quantitativas — IPCA do ano corrente e dos anos seguintes, crescimento do PIB e taxa de câmbio seis meses à frente, com as respostas de inflação registradas em faixas de 0,25 ponto percentual, o que permite a construção de histogramas — e percepções sobre o ambiente do próprio negócio: custos de mão de obra, preços de insumos, política de reajustes em relação à inflação, margens de resultado, condições de oferta de crédito e situação da empresa e do setor. Os resultados agregados são divulgados até o final do mês subsequente à coleta. A base de respondentes cresceu de 82 respostas na primeira rodada para 224 respostas válidas em agosto de 2025 (sobre 338 empresas cadastradas, com taxa de participação superior a 50%), e 309 respostas na rodada do primeiro trimestre de 2026.

FOCUS E FIRMUS LADO A LADO

A Tabela 1 reproduz as estatísticas comparativas da etapa piloto, conforme divulgadas pelo Banco Central.

TABELA 1 — EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO E PIB NAS PESQUISAS FIRMUS E FOCUS, ETAPA PILOTO (VALORES EM %; CÉLULAS: FIRMUS / FOCUS)

Rodada Variável	Mediana	Média	Desvio-padrão	P25–P75	Mínimo–Máximo	Respostas
Nov/2023 · IPCA 12 meses	4,00 / 3,94	4,10 / 3,93	0,96 / 0,37	3,90–4,50 / 3,73–4,14	0,50–6,50 / 3,08–5,47	82 / 132
Fev/2024 · IPCA 12 meses	4,00 / 3,77	4,06 / 3,74	0,49 / 0,29	3,80–4,23 / 3,58–3,89	2,50–5,00 / 3,00–4,81	74 / 108
Mai/2024 · IPCA 2024	4,00 / 3,89	3,99 / 3,89	0,42 / 0,27	3,80–4,00 / 3,76–4,00	3,00–5,00 / 3,14–4,59	92 / 147
Mai/2024 · IPCA 2025	4,00 / 3,77	3,89 / 3,80	0,43 / 0,39	3,60–4,00 / 3,57–4,00	3,00–6,00 / 2,55–5,70	92 / 144
Mai/2024 · IPCA 2026	3,70 / 3,60	3,77 / 3,71	0,69 / 0,55	3,50–4,00 / 3,50–4,00	2,50–8,00 / 3,00–8,00	92 / 131
Mai/2024 · PIB 2024	2,00 / 2,01	1,94 / 2,00	0,50 / 0,32	1,80–2,00 / 1,86–2,20	0,00–4,00 / 0,70–2,70	92 / 91

Fonte: Banco Central do Brasil, box “Pesquisa Firmus — expectativas e percepções das empresas” (etapa piloto), com expectativas do Focus apuradas nas datas de referência correspondentes. Elaboração própria.

A comparação entre os dados permite levantar cinco pontos relevantes. O primeiro: em condições de normalidade, as medianas das duas pesquisas são próximas — diferenças de seis a 23 pontos-base, com a Firmus consistentemente igual ou acima do Focus na etapa piloto. O segundo: a dispersão é sistematicamente maior entre as empresas, sendo que o desvio-padrão da Firmus varia entre 1,1 e 2,6 vezes o do Focus, e as caudas são muito mais largas — na primeira coleta, respostas entre 0,50% e 6,50%, contra 3,08% a 5,47% no Focus. À luz da Seção 3.2, essa dispersão constitui uma medida da heterogeneidade informacional do setor produtivo — um mapa da desatenção racional. O terceiro: a dispersão da Firmus *caiu* ao longo do piloto (de 0,96 para 0,42-0,49 nos horizontes curtos), movimento compatível tanto com aprendizado dos respondentes quanto com a composição progressivamente mais sofisticada de uma amostra autosselecionada — ambiguidade que reforça a conveniência de expansão e estratificação da base.

A quarta leitura vem das rodadas posteriores ao piloto, e é a mais importante: a proximidade entre as medianas da Firmus e do Focus depende do momento da conjuntura econômica. Em períodos de calma, as projeções do setor produtivo e do mercado financeiro tendem a caminhar juntas; contudo, sob estresse macroeconômico ou choque de expectativas, as duas séries divergem de forma expressiva. Por exemplo, em novembro de 2024, no auge do estresse de expectativas daquele ciclo, a Firmus registrou mediana de 4,20% para o IPCA de 2025, contra 5,00% no Focus da mesma semana, com oitenta pontos-base de distância, com as empresas *abaixo* do mercado; em fevereiro de 2025, as duas séries reconvergiram (5,5% e 5,65%); e, na rodada do primeiro trimestre de 2026, as empresas projetavam 4,0% tanto para 2026 quanto para 2027⁵. O padrão é o que a teoria da Seção 3 leva a esperar que as duas grandezas tendem a coincidir na calma e a divergir sob choques, sugerindo que o valor informacional da segunda pesquisa tende a ser maior justamente nos momentos em que a política monetária mais precisa de informação. Uma nuance que distingue o caso brasileiro da evidência internacional é que, diferentemente do padrão encontrado na Nova Zelândia e nos Estados Unidos, em que as firmas projetam sistematicamente acima dos profissionais, as empresas brasileiras ora estimam acima, ora abaixo do mercado, indicando que a divergência local carrega informação de estado, e não apenas viés de nível.

O quinto e último ponto decorre das perguntas sobre fontes de informação: as empresas apontam o relatório Focus com destaque entre os insumos de suas projeções. O achado retrata uma economia informacionalmente integrada, em que o sinal público de melhor qualidade disponível é amplamente aproveitado pelo setor produtivo; e quanto menor o custo de acesso a esse sinal, maior tende a ser o seu aproveitamento. Para a política monetária, a implicação é construtiva: a Firmus permite observar diretamente como esse sinal é recebido e traduzido pelas empresas, informação que a leitura isolada do Focus não fornece.

Experiências internacionais

PANORAMA COMPARADO

A medição de expectativas para além do circuito profissional deixou de ser experimento e tornou-se prática consolidada entre os principais bancos centrais. A Tabela 2 sistematiza algumas experiências relevantes para o caso brasileiro, cobrindo as três audiências — previsores profissionais, empresas e famílias — e encerrando com os dois instrumentos brasileiros, para facilitar a comparação direta.

TABELA 2 — PESQUISAS DE EXPECTATIVAS CONDUZIDAS POR BANCOS CENTRAIS: QUADRO COMPARATIVO

Banco central · Instrumento (início)	Público	Frequência	Escala	Características de desenho	Papel no processo de política
Banco da Inglaterra · Decision Maker Panel (DMP) (2016)	CFOs de empresas de todos os portes	Mensal	~2.000-2.400 respostas/rodada	Painel representativo e ponderado, em parceria acadêmica; perguntas probabilísticas (cenários com probabilidades); preços próprios e IPC a um e três anos	Citado regularmente nas comunicações e materiais do MPC
Banco do Japão · Tankan (1957; bloco de expectativas de inflação desde 2014)	Empresas grandes, médias e pequenas	Trimestral	Milhares de empresas; taxa de resposta próxima da totalidade	Expectativas de inflação geral e de preços próprios em horizontes de um, três e cinco anos	Insumo consolidado da análise conjuntural e da comunicação
Reserve Bank of Australia (RBA) · Programa de Liaison (2001)	Executivos de empresas e entidades	Contínua (~75 contatos/mês; ~900 reuniões/ano)	~22 mil entrevistas em 25 anos	Entrevistas estruturadas; escuta qualitativa sistematizada, com quantificação recente assistida por ferramentas de linguagem	Alimenta diretamente o <i>briefing</i> de política monetária
Fed de Atlanta · Business Inflation Expectations (BIE) (2011)	Empresas	Mensal	Amostra regional de firmas	Pergunta probabilística sobre custos unitários futuros	Monitoramento; referência na pesquisa do Sistema Fed

Banca d'Italia · Sige (1999)	Empresas	Trimestral	Amostra ampla de firmas	Inclui desenho de tratamento informacional — base da evidência causal citada na Seção 3.2	Monitoramento e pesquisa
BCE · Consumer Expectations Survey (2020) e Safe	Famílias; empresas	Mensal; semestral	Amostra ampla de consumidores da área do euro	Painel online; expectativas quantitativas e probabilísticas	Monitoramento sistemático; citado nas comunicações
Reserve Bank of India · Inflation Expectations Survey of Households (2005)	Famílias	Rodadas regulares antes de cada reunião do Monetary Policy Committee (MPC)	19 cidades	Respostas quantitativas: inflação corrente, três meses e um ano à frente	Insumo declarado do MPC
Banco Central do Uruguai · Encuesta de Expectativas Empresariales	Empresas	Regular	Amostra nacional de firmas	Literatura metodológica própria sobre respondentes e fontes	Monitoramento
Banco Central do Brasil · Focus (1999)	Profissionais (participação aberta, com filtro de especialização)	Diária, com relatório semanal	~170 instituições	Mediana pública; rankings Top 5; horizontes anuais até quatro anos-calendário	Insumo do cenário de referência; expectativas na função de reação
Banco Central do Brasil · Firmus (piloto 2023; oficial 2025)	Empresas não financeiras	Trimestral	309 respostas (1º trim. 2026)	13 perguntas; estimativas pontuais; horizonte de até 2-3 anos	Divulgação pública; sem estatuto formal no processo do Copom

Fontes: Bank of England; Bank of Japan; Reserve Bank of Australia; Federal Reserve Bank of Atlanta; Banca d'Italia; Banco Central Europeu; Reserve Bank of India; Banco Central del Uruguay; Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

CRITÉRIOS DE AVALIAÇÃO E A POSIÇÃO BRASILEIRA

Do quadro comparado extraem-se cinco critérios pelos quais uma arquitetura de medição de expectativas pode ser avaliada: (i) **representatividade e escala da amostra**, que afere o tamanho da base de respondentes e o uso de amostragem estratificada por setor, porte e região para evitar vieses de seleção; (ii) **formato da pergunta**, que distingue a solicitação de estimativas pontuais/faixas do formato probabilístico (atribuição de proba-

bilidades a cenários), capaz de captar a incerteza do respondente; (iii) **extensão dos horizontes**, que mede a distância temporal das projeções — estendendo-se do curto prazo (12 meses) ao longo prazo (quatro a cinco anos), horizonte em que a expectativa opera sobretudo como leitura direta de credibilidade; (iv) **frequência da coleta**, referente à periodicidade com que o instrumento vai a campo (mensal, trimestral ou contínua); e (v) **estatuto do instrumento no processo decisório e na comunicação**, que avalia o grau de integração formal dos dados nos relatórios do comitê de política monetária (como o Copom) e no diálogo público da instituição.

Extraí-se, contudo, um fato que delimita todo o debate: em nenhum dos casos internacionais examinados a pesquisa de empresas ou de famílias constitui insumo de regra automática de decisão — seu papel, mesmo nos arranjos mais maduros, é o de diagnóstico da dinâmica inflacionária, verificação da ancoragem e aferição do alcance da comunicação. A agenda brasileira aqui proposta situa-se integralmente dentro desse perímetro — aplicados os critérios, a posição brasileira revela uma assimetria estrutural. Na vertente dos previsores profissionais (Focus), o Brasil iguala ou supera qualquer congênere internacional em frequência, transparência e extensão de séries, residindo suas fragilidades na estrutura de incentivos e na convergência de projeções, e não na escala. Na vertente do setor produtivo (Firmus), a pesquisa é o instrumento mais recente do quadro comparado e a distância em relação aos *benchmarks* internacionais é mensurável em cada critério: amostra de centenas de empresas — contra os milhares alcançados pelo DMP britânico e pelo Tankan japonês —, recrutada por adesão voluntária e sujeita ao viés de seleção identificado na Seção 6.4; uso de perguntas pontuais, enquanto o padrão do DMP e do BIE é probabilístico, formato que afere tanto o nível esperado quanto a incerteza do respondente; horizonte máximo de dois a três anos, quando o Tankan consulta as firmas sobre a inflação a cinco anos, horizonte em que a expectativa atua sobretudo como indicador direto de credibilidade; e ausência de integração formal aos relatórios do Copom, em contraste com a presença regular do DMP nos materiais do MPC britânico. No pilar das famílias, por fim, o Brasil ainda não dispõe de uma pesquisa oficial de expectativas de inflação conduzida pelo Banco Central, contando apenas com sondagens privadas do consumidor (como as do FGV-Ibre), sem integração ao arcabouço analítico da autoridade monetária.

O programa de *liaison* australiano merece nota final, por responder a uma objeção recorrente no debate brasileiro: a de que a aproximação com o setor produtivo degeneraria em canal de demandas setoriais. A experiência do RBA sugere o contrário, que a escuta qualitativa pode ser sistematizada, estruturada, contínua e integrada ao *briefing* de política sem converter-se em balcão, em que a disciplina não é a ausência de contato, mas o desenho do contato. Combinada à Firmus, que disciplina a dimensão quantitativa pela pergunta fechada e pela agregação sigilosa, a lição comparada sugere que a fronteira relevante se situa entre a escuta desenhada e a escuta improvisada. Os caminhos da Seção 8 partem desse ponto.

Caminhos



Brasil dispõe de uma arquitetura de expectativas de primeira linha na **vertente dos previsores profissionais**, de um instrumento nascente e promissor na **vertente do setor produtivo**, e de uma comunicação de política monetária tecnicamente sofisticada, porém pouco estratificada — e o próprio Banco Central, ao criar a Firmus, sinalizou reconhecer a direção do aprimoramento. Os caminhos aqui propostos partem, portanto, de uma orientação deliberada: completar e institucionalizar o que a autoridade monetária já iniciou. Nenhuma das três propostas a seguir requer alteração do regime de metas, do mandato legal ou do processo decisório descrito na Seção 6.1.

PROPOSTA 1: CONSOLIDAÇÃO DA FIRMUS RUMO À RÉGUA INTERNACIONAL

A primeira frente aplica à Firmus os critérios extraídos da Seção 7.2, em quatro movimentos. O primeiro é a expansão e a estratificação da amostra. A trajetória de crescimento da base — de 82 para 309 respostas — é auspiciosa, mas a escala das pesquisas de referência conta-se em milhares, e o recrutamento atual, voluntário e por adesão espontânea, tende a atrair empresas maiores e mais estruturadas, justamente as menos sujeitas à desatenção que se deseja medir. Como a participação é voluntária, mediante cadastro público, a expansão depende de uma campanha ativa e continuada de adesão — em parceria com federações, associações setoriais e entidades como as que já apoiam o recrutamento —, combinada, no limite do desenho, com convites dirigidos que preencham estratos sub-representados de setor, porte e região, e com ponderação explícita dos resultados.

O segundo movimento é a migração gradual para perguntas em formato probabilístico, ao menos para a inflação — o padrão do Decision Maker Panel britânico e da pesquisa do Fed de Atlanta —, formato que informa não apenas o nível esperado, mas a incerteza do respondente, dimensão de valor próprio para a política monetária. O terceiro é a inclusão de um horizonte longo — quatro a cinco anos — à imagem do bloco de expectativas do Tankan japonês: como se argumenta na Seção 3.4, é nesse horizonte que a expectativa tende a operar sobretudo como leitura de credibilidade, e trata-se de pergunta que nenhum instrumento brasileiro formula hoje ao setor produtivo. O quarto é a preservação dos traços que constituem ativos do desenho atual — concisão, sigilo, ausência de rankings —, cuja importância a Seção 9 retoma. Em conjunto, tais medidas consolidam para a pesquisa o papel de diagnóstico que a experiência internacional consagrou.

SEGUNDA FRENTE: MONITORAMENTO DE CREDIBILIDADE NOS RELATÓRIOS DO COPOM

A segunda frente atribui às pesquisas de expectativas um uso institucional que hoje inexistente de forma sistemática: o acompanhamento público e recorrente da credibilidade da instituição, lado a lado com suas decisões. Propõe-se a inclusão, no Relatório de Política Monetária — e, quando pertinente, nas atas —, de um bloco regular de “expectativas e credibilidade” com três componentes. O primeiro é uma métrica formal de ancoragem de horizonte longo, construída sobre as expectativas de quatro anos-calendário que o Focus já coleta e referenciada à meta contínua de 3%: como visto na Seção 3.4, a métrica oficial de ancoragem afere hoje um horizonte de dezoito meses que o próprio Banco Central reconhece como relativamente curto, enquanto as expectativas longas — a leitura mais direta da credibilidade percebida — ingressam na comunicação apenas episodicamente; formalizar seu monitoramento não requer coletar um único dado novo. O segundo componente é a apresentação dos resultados da Firmus ao lado dos do Focus — medianas, dispersão e distância entre as duas pesquisas —, o que confere ao instrumento o estatuto que a régua internacional da Seção 7.2 recomenda, nos moldes do tratamento que o MPC britânico dá ao Decision Maker Panel. O terceiro é a leitura conjunta dessas medidas com a trajetória das decisões: acompanhar, relatório a relatório, como evolui a credibilidade percebida da autoridade, nos dois públicos, e como esse ativo caminha com as decisões do Copom ao longo do tempo. O bloco daria à sociedade, incluído o setor produtivo, um ponto de observação regular sobre a variável que a Seção 3.4 identifica como central ao regime.

TERCEIRA FRENTE: COMUNICAÇÃO ESTRATIFICADA E VERIFICÁVEL

A terceira frente decorre da Seção 5. Propõe-se a criação de uma camada simplificada da comunicação de política monetária — uma versão do comunicado do Copom em linguagem acessível, com apoio visual, nos moldes do *visual summary* britânico — centrada nos três conteúdos que a evidência experimental identifica como eficazes: a inflação corrente, a meta e a projeção do comitê; sua distribuição ativa pelos canais onde as empresas efetivamente estão, inclusive por intermédio das associações empresariais e da presença digital da instituição; e — propriedade rara em política pública — a verificação contínua do resultado, utilizando a própria Firmus como painel de instrumentos: a evolução da dispersão das expectativas empresariais e da composição de fontes informacionais indicará, rodada a rodada, se a mensagem está chegando. As três frentes formam, assim, um sistema. A primeira consolida o sensor do setor produtivo, a segunda institucionaliza sua leitura ao lado do sensor profissional, e a terceira usa essa leitura para calibrar a comunicação que, por sua vez, tende a reduzir a dispersão medida.

Pontos de atenção

A implementação da agenda anterior deve considerar um conjunto de cautelas — nenhuma delas impeditiva, todas relevantes para o desenho.

Estatístico: A autosseleção da amostra da Firmus, já discutida, convive com riscos correlatos de viés de resposta, atrito de painel e erro de medida — respostas apressadas, delegadas a áreas financeiras da empresa ou influenciadas pelo momento setorial do respondente. A queda da dispersão observada ao longo do piloto ilustra a dificuldade interpretativa: pode refletir aprendizado genuíno, mudança de composição da amostra ou ambos. As mitigações são conhecidas — estratificação, ponderação, acompanhamento público das taxas de resposta e recontato, e a leitura conjunta com as perguntas de conhecimento e de fontes —, mas exigem que os resultados sejam sempre divulgados com os metadados que permitam ao usuário qualificado avaliá-los.

Instrumentalização: Uma pesquisa de empresas com visibilidade crescente pode atrair tentativas de uso como veículo de demandas setoriais ou de pressão sobre a autoridade monetária. A contenção desse risco está no desenho já adotado — pergunta fechada e quantitativa, agregação, sigilo individual — e na lição do programa australiano examinada na Seção 7.2: o que disciplina a relação com o setor produtivo é a estrutura do contato. Cabe ao Banco Central, adicionalmente, comunicar com clareza o que a Firmus é e o que não é — em particular, que não constitui canal de pleitos nem insumo de regra —, prevenindo expectativas equivocadas de ambos os lados.

Incentivos dos respondentes: Diferentemente dos participantes do Focus, as empresas não têm interesse profissional na acurácia de suas projeções — circunstância que reduz o empenho, mas que possui um reverso raramente notado: a ausência de avaliação relativa também as subtrai ao incentivo de manada que afeta o círculo profissional. O desenho deve preservar esse reverso: eventuais mecanismos de engajamento — como relatórios devolutivos que posicionem, em sigilo, a resposta da empresa frente à distribuição agregada — são preferíveis a rankings, que importariam para a Firmus precisamente a fricção que se busca evitar no Focus.

Interpretação: A dispersão empresarial mistura, em proporções variáveis, desatenção, heterogeneidade genuína de estruturas de custo e incerteza — e movimentos de uma amostra ainda pequena não devem ser sobreinterpretados, sobretudo em comparações de alta frequência com o Focus. O uso adequado do instrumento, ao menos nesta fase, é o de tendência e de contraste qualitativo entre estados da economia, não o de leitura fina de décimos de ponto percentual.

Custo de resposta: A concisão do questionário — treze perguntas, cerca de cinco minutos — é um ativo de adesão que a expansão de escopo aqui proposta não deve corroer:

a inclusão do horizonte longo e do formato probabilístico deve ser desenhada com parcimônia, se necessário por meio de módulos rotativos, preservando o tempo de resposta que sustenta a taxa de participação.

Conclusão e recomendações

Este estudo partiu de uma pergunta sobre o processo — de que modo as expectativas do setor produtivo são consideradas e incorporadas à decisão de política monetária no Brasil — e chegou a uma resposta em três camadas. No plano da teoria, as expectativas que participam da produção da inflação são as dos agentes que fixam preços e salários; as projeções profissionais, por mais valiosas que sejam, constituem objeto distinto, e a coincidência entre as duas grandezas é hipótese que a evidência sugere falhar justamente sob estresse. No plano institucional, o Brasil combina excelência na medição da expectativa profissional (previsores), um instrumento jovem e ainda incompleto na medição da expectativa empresarial, e uma comunicação de política monetária pouco estratificada — quadro cuja lacuna central o próprio Banco Central identificou ao criar a Pesquisa Firmus. No plano da política, a governança das expectativas não determina o nível do juro — determinado, em primeira ordem, pela trajetória fiscal, pela poupança escassa e pelas obstruções de transmissão documentadas na Seção 4 —, mas constitui uma margem de aprimoramento de custo reduzido, tecnicamente verificável e valiosa sob qualquer nível de taxa.

As recomendações dirigem-se a dois destinatários. À autoridade monetária propõe-se a agenda da Seção 8: consolidação da Firmus rumo à régua internacional — amostra estratificada, sustentada por campanha ativa de adesão, pergunta probabilística e horizonte de quatro a cinco anos; institucionalização, nos relatórios do Copom, do monitoramento conjunto da ancoragem de horizonte longo e das expectativas do setor produtivo, permitindo à sociedade acompanhar a evolução da credibilidade da instituição e sua relação com as decisões ao longo do tempo; e comunicação estratificada, com desempenho verificado pela própria Firmus. Registre-se que nenhuma das propostas requer alteração do regime de metas ou do processo decisório vigentes.

Ao setor produtivo, por fim, dirige-se a recomendação talvez menos esperada deste estudo. A representatividade que o empresariado reivindica no debate sobre juros depende, em medida muito concreta, de sua própria participação. O cadastro da Pesquisa Firmus é público e aberto; cada resposta adicional torna a expectativa do setor real mais visível, mais precisa e mais difícil de ignorar. A contribuição complementar — e de maior alcance — é o apoio consistente à agenda de responsabilidade fiscal, identificada na Seção 4, como pré-condição de juros estruturalmente menores, ainda que essa agenda contrarie interesses setoriais de curto prazo, inclusive na revisão de subsídios e de crédito direcionado de que parte do próprio setor se beneficia.

A credibilidade é o ativo mais valioso do regime monetário brasileiro, e sua construção custou ao País três décadas e significativos custos de transição. Aferir as expectativas de quem fixa preços e salários é aferir esse ativo no ponto em que ele produz efeito; comunicar-se com quem fixa preços e salários é mantê-lo em uso. Um país que paga tão caro pela desconfiança não pode dar-se ao luxo de deixar credibilidade parada no balanço.

Referências Bibliográficas

ALESINA, A.; SUMMERS, L. H. Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, v. 25, n. 2, p. 151–162, 1993.

ARAUJO, F.; GAGLIANONE, W. P. Survey-based inflation expectations in Brazil. In: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *BIS Papers*, Basileia, 2010. (*)

ARIDA, P.; BACHA, E. L.; LARA RESENDE, A. Credit, interest, and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (org.). *Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003*. Cambridge, MA: MIT Press, 2005.

BACHA, E. L. O Plano Real: uma avaliação. In: MERCADANTE, A. (org.). *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: Unicamp/IE, 1998. (*)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Circular nº 3.868, de 19 de dezembro de 2017: disciplina o funcionamento do Comitê de Política Monetária (Copom)*. Brasília: BCB, 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Potência da política monetária. *Relatório de Inflação*, Brasília, Estudo Especial nº 77. (*)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Ancoragem das expectativas de inflação e condução da política monetária. *Relatório de Inflação*, Brasília, Estudo Especial nº 112. (*)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Pesquisa Firmus — relatórios trimestrais*. Brasília: BCB, 2024–2026. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/firmus>. Acesso em: 30 jul. 2026.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Estatísticas fiscais — nota para a imprensa*. Brasília: BCB, jun. 2026.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Sistema Expectativas de Mercado — perguntas frequentes*. Brasília: BCB. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br>. Acesso em: 30 jul. 2026.

BARRO, R. J.; GORDON, D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, n. 1, p. 101–121, 1983.

BARTILORO, L.; BOTTONE, M.; ROSOLIA, A. What does the heterogeneity of the inflation expectations of Italian firms tell us? Roma: Banca d'Italia, 2017. (Questioni di Economia e Finanza — Occasional Papers). (*)

BHOLAT, D.; BROUGHTON, N.; TER MEER, J.; WALCZAK, E. Enhancing central bank communications using simple and relatable information. *Journal of Monetary Economics*, v. 108, p. 1–15, 2019.

BLANCHARD, O. *Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10389).

BLINDER, A. S.; EHRMANN, M.; FRATZSCHER, M.; DE HAAN, J.; JANSEN, D.-J. Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 46, n. 4, p. 910–945, 2008.

BLINDER, A. S.; EHRMANN, M.; DE HAAN, J.; JANSEN, D.-J. Central bank communication with the general public: promise or false hope? *Journal of Economic Literature*, v. 62, n. 2, 2024. (*)

BLOOM, N. et al. Tracking the views of British businesses: evidence from the Decision Maker Panel. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Londres, 2017 Q2. (*)

CALVO, G. A. Staggered prices in a utility-maximizing framework. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, n. 3, p. 383–398, 1983.

CARVALHO, C.; CORDEIRO, F.; VARGAS, J. Just words? A quantitative analysis of the communication of the Central Bank of Brazil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 67, n. 4, p. 443–455, 2013. (*)

CARVALHO, F. A.; MINELLA, A. Survey forecasts in Brazil: a prismatic assessment of epidemiology, performance, and determinants. *Journal of International Money and Finance*, v. 31, n. 6, p. 1371–1391, 2012.

CHAGUE, F.; DE-LOSSO, R.; GIOVANNETTI, B.; MANOEL, P. Central bank communication affects the term-structure of interest rates. *Revista Brasileira de Economia*, v. 69, n. 2, p. 147–162, 2015. (*)

COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y.; KUMAR, S. How do firms form their expectations? New survey evidence. *American Economic Review*, v. 108, n. 9, p. 2671–2713, 2018.

COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y.; ROPELE, T. Inflation expectations and firm decisions: new causal evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 135, n. 1, p. 165–219, 2020.

COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y.; WEBER, M. Monetary policy communications and their effects on household inflation expectations. *Journal of Political Economy*, v. 130, n. 6, p. 1537–1584, 2022.

CUKIERMAN, A. *Central bank strategy, credibility, and independence: theory and evidence*. Cambridge, MA: MIT Press, 1992.

DINCER, N. N.; EICHENGREEN, B. Central bank transparency and independence: updates and new measures. *International Journal of Central Banking*, v. 10, n. 1, p. 189–259, 2014.

EHRMANN, M.; EIJFFINGER, S.; FRATZSCHER, M. The role of central bank transparency for guiding private sector forecasts. *The Scandinavian Journal of Economics*, v. 114, n. 3, p. 1018–1052, 2012.

EHRMANN, M.; WABITSCH, A. Central bank communication with non-experts: a road to nowhere? *Journal of Monetary Economics*, v. 127, p. 69–85, 2022. (*)

FIGUEIREDO, F. M. R.; FERREIRA, T. P. *Os preços administrados e a inflação no Brasil*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002. (Working Paper Series, n. 59).

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Inflation targeting in emerging market economies. *NBER Macroeconomics Annual*, v. 18, p. 365–400, 2003.

FRANCO, G. H. B. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

FREITAS, P. S.; BUGARIN, M. N. S. A study on administered prices and optimal monetary policy: the Brazilian case. Cidade do México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, 2007. (Prêmio Rodrigo Gómez de Banca Central). (*)

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Brazil: 2026 Article IV Consultation — staff report*. Washington, DC: IMF, 2026.

GALÍ, J. *Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the New Keynesian framework*. Princeton: Princeton University Press, 2008.

GOLDFAJN, I.; BICALHO, A. A longa travessia para a normalidade: os juros reais no Brasil. In: BACHA, E. L.; DE BOLLE, M. B. (org.). *Novos dilemas da política econômica: ensaios em homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. Rio de Janeiro: LTC, 2011.

HALDANE, A.; McMAHON, M. Central bank communications and the general public. *AEA Papers and Proceedings*, v. 108, p. 578–583, 2018.

HALDANE, A.; MACAULAY, A.; McMAHON, M. The 3 E's of central bank communication with the public. In: PASTÉN, E.; REIS, R. (org.). *Independence, credibility, and communication of central banking*. Santiago: Banco Central de Chile, 2021. p. 279–342.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Sistema de Contas Nacionais Trimestrais*. Rio de Janeiro: IBGE, 2026.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *O desempenho do mercado (Focus) na previsão da inflação: novos resultados?* Brasília: Ipea, 2011. (Texto para Discussão, n. 1.621). (*)

KOHLSCHEEN, E. *Uma nota sobre erros de previsão da inflação de curto prazo*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2012. (Working Paper Series). (*)

KUMAR, S.; AFROUZI, H.; COIBION, O.; GORODNICHENKO, Y. Inflation targeting does not anchor inflation expectations: evidence from firms in New Zealand. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall, p. 151–225, 2015.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473–491, 1977.

LUCAS, R. E. Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, v. 4, n. 2, p. 103–124, 1972.

MANKIW, N. G.; REIS, R. Sticky information versus sticky prices: a proposal to replace the New Keynesian Phillips curve. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 117, n. 4, p. 1295–1328, 2002.

MINELLA, A.; FREITAS, P. S.; GOLDFAJN, I.; MUINHOS, M. K. *Inflation targeting in Brazil: lessons and challenges*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2002. (Working Paper Series, n. 53).

MINELLA, A.; SOUZA-SOBRINHO, N. F. *Monetary policy channels in Brazil through the lens of a semi-structural model*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2009. (Working Paper Series, n. 181). (*)

MISHKIN, F. S. *The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1996. (NBER Working Paper, n. 5464).

MONTES, G. C.; NICOLAY, R. Effects of transparency, monetary policy signaling and clarity of central bank communication on disagreement about inflation expectations. *Applied Economics*, 2017. (*)

MORRIS, S.; SHIN, H. S. Social value of public information. *American Economic Review*, v. 92, n. 5, p. 1521–1534, 2002.

MUTH, J. F. Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, v. 29, n. 3, p. 315–335, 1961.

ROGOFF, K. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 100, n. 4, p. 1169–1189, 1985.

ROPELE, T.; GORODNICHENKO, Y.; COIBION, O. Inflation expectations and misallocation of resources: evidence from Italy. *American Economic Review: Insights*, v. 6, n. 2, p. 246–261, 2024.

SEGURA-UBIERGO, A. *The puzzle of Brazil's high interest rates*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2012. (IMF Working Paper, n. 12/62).

SIMS, C. A. Implications of rational inattention. *Journal of Monetary Economics*, v. 50, n. 3, p. 665–690, 2003.

WOODFORD, M. Imperfect common knowledge and the effects of monetary policy. In: AGHION, P. et al. (org.). *Knowledge, information, and expectations in modern macroeconomics: in honor of Edmund S. Phelps*. Princeton: Princeton University Press, 2002.

WOODFORD, M. *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*. Princeton: Princeton University Press, 2003.

Instituto Esfera de Estudos e Inovação

Juros e expectativas de inflação no Brasil: uma análise crítica

Karina S. S. Bugarin

Diretor Acadêmico: Fernando Meneguim

Produção e Montagem: Esfera Brasil

Direção de Comunicação: Igor Marcelino

Padrão Editorial: Luís Filipe Pereira

Revisão Textual: Thaís Sylos

Diagramação e Ilustrações: Gabriel Piante



O conteúdo deste trabalho é de responsabilidade dos autores e não representa o posicionamento da Esfera Brasil. É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que seja citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

Como citar este texto:

Bugarin, S. S. k. Juros e expectativas de inflação no Brasil: uma análise crítica. São Paulo: Instituto Esfera de Estudos e Inovação, 2026.

