



Universidade Federal de Viçosa

UNIVERSIDADE FEDERAL DE VIÇOSA  
CENTRO DE CIÊNCIAS HUMANAS, LETRAS E ARTES  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS

ANA CAROLINA SILVA BORGES

**“VAMOS ASSEGURAR A CONVERGÊNCIA DA META INFLACIONÁRIA”**

**uma análise sócio-histórica do Boletim Focus  
a partir das reuniões do Comitê de Política Monetária**

VIÇOSA - MG  
NOVEMBRO, 2019

ANA CAROLINA SILVA BORGES

**“VAMOS ASSEGURAR A CONVERGÊNCIA DA META INFLACIONÁRIA”**

**uma análise sócio-histórica do Boletim Focus  
a partir das reuniões do Comitê de Política Monetária**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Universidade Federal de Viçosa, como parte das exigências do Curso de Graduação em Ciências Sociais, para obtenção do título de Bacharel em Ciências Sociais.

Orientador: Victor Luiz Alves Mourão

VIÇOSA - MG  
NOVEMBRO, 2019

ANA CAROLINA SILVA BORGES

**“VAMOS ASSEGURAR A CONVERGÊNCIA DA META INFLACIONÁRIA”**

**uma análise sócio-histórica do Boletim Focus  
a partir das reuniões do Comitê de Política Monetária**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Universidade Federal de Viçosa, como parte das exigências do Curso de Graduação em Ciências Sociais, para obtenção do título de Bacharel em Ciências Sociais.

Aprovado em: \_\_\_\_\_.

---

Victor Luiz Alves Mourão  
(Orientador)  
(DCS/UFV)

---

Daniela Alves de Alves  
(Avaliador)  
(DCS/UFV)

---

Tádzio Peters Coelho  
(Avaliador)  
(DCS/UFV)

Viçosa, novembro de 2019.

*À minha família, por todas as coisas  
que compreendo e não compreendo.*

## AGRADECIMENTOS

À Universidade Federal de Viçosa, estonteante e maravilhosa, por ter me acolhido tão bem, me acrescentado tanto e me proporcionado aprendizados que eu jamais poderia imaginar e ao Departamento de Ciências Sociais – a cada um de seus funcionários, por toda organização, oportunidade e suporte.

Aos professores que tive a honra de conhecer durante este trajeto e que, cada qual à sua maneira, tanto me ensinaram, mesmo que não saibam. À professora Daniela Alves e ao professor Victor Mourão, por cada aula capaz de despertar minha preferência pela sociologia; aos professores Jeferson Boechat e Diogo Tourino, pelo show de oratória e argumentação que me fizeram, muitas vezes, sentir vontade de lhes aplaudir; às professoras Daniela Rezende e Rayza Sarmiento, por serem exemplos de mulheres fortes e por demonstrarem que há várias maneiras de sê-las; e aos professores de antropologia que construíram parte do meu olhar: Guillermo Sanabria, Marcelo Oliveira e Marine Corde.

Agradeço particularmente ao professor Victor Mourão, que pelos últimos meses me orientou neste trabalho, por ter me apresentado esta temática inovadora e desafiadora de pesquisa, por ter se esforçado junto a mim durante a execução deste trabalho e por toda dedicação. Estendo meu agradecimento à professora Daniela Alves e ao professor Tádzio Coelho, por participarem da defesa desta monografia.

À minha família, por terem me conduzido pela vida de maneira tão leve e amorosa, por projetarem em mim seus valores e por permitirem meus voos, mesmo quando a distância não agradava. Em especial, à minha mãe ao meu pai, que foram fundamentais nesta caminhada e que me deram forças a todo instante, principalmente, nesta reta final.

Por fim, agradeço aos céus, incluso todas as divindades que queiram fazer parte. E aos santos que me cuidam a pedido da minha mãe e vó, agradeço por estarem presentes durante toda a minha caminhada e por não reclamarem das 24 horas diárias de trabalho duro não remuneradas.

*Atrás do eufemismo do “mercado”,  
encontram-se formas cada vez mais concentradas de capital industrial  
e financeiro que detêm um poder econômico sempre maior,  
que inclui uma capacidade muito forte de “colocar em xeque o mercado”,  
“curto-circuitar” e cercar os mecanismos da troca “normal.”*

*François Chesnais  
[Tradução de Ruy Braga, 2001]*

## RESUMO

Este trabalho visa construir uma análise sócio-histórica do Boletim Focus através das atas das reuniões do Comitê de Política Monetária com o objetivo de compreender como ambos se tensionam. Os dois objetos de análise deste trabalho são elementos do Banco Central do Brasil e atuam na definição da taxa de juros Selic. Para a construção deste trabalho foram mobilizados os conceitos de financeirização e convenções, bem como se construiu uma discussão sobre o tripé macroeconômico e a arena decisória do Banco Central para compreender o modo como os mecanismos financeiros adentraram o Brasil e se estabeleceram por meio de reformas monetárias. Através da análise documental do relatório de mercado, Boletim Focus, e das atas das reuniões de Comitê de Política Monetária, demonstra-se um processo de racionalização, especialização e restrição do acesso, em termos cognitivos, para a compreensão destes documentos, além disso, foi identificado que há um alinhamento implícito entre as expectativas das taxas de juros publicadas pelo Boletim Focus e as taxas decididas nas reuniões do Comitê de Política Monetária.

## ABSTRACT

This study's objective was to comprehend how the Boletim Focus and the Comitê de Política Monetária mediate each other. For this purpose, this study conducts a sociohistorical analysis of the Boletim Focus through the meeting records of the Comitê de Política Monetária. Both targets are components of the Banco Central do Brasil and play a role in defining the Selic interest rates. For understanding the depth of this analysis, it was first conducted a discussion about the concepts of financialization, social conventions, the macroeconomic tripod, the decision role of the Banco Central do Brasil and how financial mechanisms penetrated in the Brazilian economy through monetary reforms. The analysis of market reports, Boletim Focus and meeting records of the Comitê de Política Monetária revealed a process of access rationalization, specialization and restriction that determines who can comprehend these documents. In addition, it was identified an implicit alignment between the expectations for the interest rates published by the Boletim Focus and those decided in the meetings of the Comitê de Política Monetária.



## SUMÁRIO

<b>SUMÁRIO</b> .....	<b>9</b>
<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>CONEXÃO HISTÓRICA A PARTIR DE CENÁRIOS ANALÍTICOS</b> .....	<b>12</b>
1.1 CRISE, ARTICULAÇÃO POLÍTICA E LUCRO SOBRE LUCRO .....	14
1.2 CONVENÇÕES DO TRIPÉ MACROECONÔMICO .....	19
1.3 ARENA DECISÓRIA E OS INTERLOCUTORES DO PODER .....	23
<b>O COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA E O BOLETIM FOCUS</b> .....	<b>26</b>
2.1 ASPECTOS METODOLÓGICOS .....	28
2.2 O BOLETIM FOCUS SOB ANÁLISE.....	31
2.3 INTERSEÇÕES ENTRE AS ATAS E OS BOLETINS .....	43
2.4 AS EXPECTATIVAS E A DECISÃO DA TAXA DE JUROS .....	50
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>53</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b> .....	<b>56</b>
<b>ANEXO A – LISTA DE DOCUMENTOS</b> .....	<b>59</b>

## INTRODUÇÃO

A presente monografia traduz o desafio de me aprofundar em uma temática que a princípio estava muito distante de mim e que foi despertada a partir do contato com a sociologia econômica. A sociologia econômica atua como um instrumento capaz de ampliar e desvendar o mundo econômico através de uma perspectiva não-econômica e a proximidade com seu campo teórico permite um olhar crítico multifacetado. Pois bem, é com este propósito que este trabalho se assenta.

Este trabalho tem como objeto de análise principal o relatório de expectativas de mercado do Banco Central, chamado Boletim Focus (BF). Este relatório faz parte do arcabouço do regime monetário de metas de inflação e tem como objetivo monitorar a evolução das expectativas para o mercado, projetadas por inúmeros analistas, para auxiliar no processo decisório da política monetária.

Assim, o relatório Focus é um instrumento fundamental na construção do mercado financeiro porque ele é capaz de construir indicadores da macroeconomia brasileira através da introdução do conceito de “expectativas”<sup>1</sup> e, por isso, é também um instrumento capaz de promover e articular movimentos decisórios em diversos âmbitos públicos e privados, uma vez que uma suposta previsão do cenário econômico é suficiente para desencadear inúmeras medidas para alcançar ou evitar determinados cenários futuros. Esta atuação confere ao boletim uma dimensão funcional permeada por interesses.

Analisar o Boletim Focus representa um desafio, pois não há literatura científica que o analise sob sua constituição sócio-histórica. Embora haja trabalhos que o tenha como objeto de pesquisa, estes o analisam sob aspectos estatísticos e interesses econômicos (LIMA; CÉSPEDES, 2003, ALVES, 2001, ALVES; LIMA, 2001, PALMA; PORTUGAL, 2001, CASAGRANDE; MATOS, 2016, KOROWAJCZUK, 2010). Sendo o Boletim Focus um instrumento fundamental na construção do mercado financeiro é de extrema importância que cientistas sociais disputem sua definição e compreendam sua atuação.

Como não há um ponto de partida seguro, são muitas as perguntas iniciais: por que o Boletim Focus é necessário? Quando se iniciou e por quê? Quem ele afeta diretamente? Quem o produz? Qual o seu impacto na economia? Por que se apresenta e se organiza em sua atual estrutura? Por que faz uso de determinados métodos estatísticos para calcular suas expectativas?

---

<sup>1</sup> Expectativa, neste sentido, se refere à predição da probabilidade de ocorrência de determinado índice em determinado período.

Quais mudanças sofreu ao longo do tempo? Qual sua incidência na mídia brasileira? Qual parcela da população brasileira o conhece? Quão confiável é? Entre muitas outras, estas são algumas perguntas importantes para o início da compreensão do que é, de fato, o Boletim Focus.

O boletim como fonte única de análise não proporcionaria um debate senão sobre questões técnicas e específicas de seus métodos e interface, o que excluiria a possibilidade de compreender as relações sociais e interesses políticos por trás de seu legítimo funcionamento. Por isso, se opta neste trabalho por analisar os boletins com o apoio do Comitê de Política Monetária como um elemento capaz de enriquecer este trabalho e contribuir para outros campos de pesquisa.

O Comitê de Política Monetária (COPOM) é o órgão decisório do Banco Central responsável por definir as diretrizes para a política monetária e por estabelecer a taxa de juros básica da economia, denominada taxa Selic. O Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999, define como metas de política monetária a ser seguida pelo COPOM a adoção do sistema de metas para a inflação (RODRIGUES, 2014), em que o Conselho Monetário Nacional fixa a meta da inflação e cabe ao COPOM analisar aspectos da economia brasileira e decidir, com base no cenário analisado, qual a taxa de juros necessária para atingir a meta.

A relação entre o COPOM e o BF se dá, a princípio, de três maneiras: (a) ambos fazem parte do arcabouço do regime monetário de metas de inflação, (b) o Boletim Focus é fonte de dados constante durante a reunião do COPOM e, (c) o Boletim Focus divulga semanalmente a expectativa da Taxa Selic, que por sua vez, é o objetivo central da reunião do COPOM. Deste modo, o COPOM será utilizado como um meio analítico capaz de fornecer informações sobre como o Boletim Focus atua na definição da Taxa Selic.

Assim, o COPOM foi escolhido como objeto secundário pelo potencial analítico de suas atas, enquanto material autêntico e abundante capaz de fornecer informações importantes, e por sua importante posição no sistema financeiro nacional. E assim, este trabalho faz uso do COPOM como enfoque temático e propõe como objetivo central a construção de uma análise sócio-histórica do Boletim Focus a partir das atas das reuniões do Comitê de Política Monetária.

Esse recorte é importante pois visa identificar o modo como os dois objetos se tensionam. O COPOM é um órgão governamental que possui uma única função: decidir a taxa de juros periodicamente. Já o BF é um instrumento informativo, elaborado através de dados fornecidos por analistas do mercado financeiro, que divulga expectativas de indicadores da macroeconomia brasileira, dentre elas a meta da taxa de juros. Compreender qual a ligação entre os dois elementos é fundamental para identificar mecanismos, convenções e processos

implícitos na interseção entre eles.

Esta pesquisa envolve dimensões econômico-financeiras, permeadas por interesses políticos e relações sociais, que se concretizaram ao longo de processos históricos em diversos países, inclusive no Brasil. Estes processos serão resgatados ao longo do primeiro capítulo a fim de auxiliar na construção de um panorama capaz de demonstrar como as mudanças do século passado afetam o Brasil de hoje.

A estrutura da monografia se dá em dois capítulos pensados para guiar o leitor passo-a-passo nessa construção de conhecimento, cujo processo é semelhante à construção do meu entendimento sobre o tema.

O primeiro capítulo é responsável por construir e apresentar um arcabouço teórico e analítico capaz de contribuir para a interpretação de nossos objetos de pesquisa. Essa construção teórica se estabelece através da compreensão do que é a financeirização e do modo como ela se inseriu e atua no Brasil através das políticas monetárias. A discussão que este capítulo nos apresenta, possibilita compreender processos subjacentes às configurações do Boletim Focus e das atas do COPOM, como, por exemplo, o interesse na decisão da taxa de juros, os mecanismos de manutenção das reformas monetárias e a composição orquestrada da arena decisória do Banco central.

O segundo é um capítulo analítico que se ocupa de três análises. Na primeira, se analisa o processo de construção do Boletim Focus, a partir de uma amostragem que compreende seu primeiro ano de publicação ao ano corrente. Na segunda, se analisa as atas da reunião do Comitê de Política Monetária, com o objetivo de identificar se há processos semelhantes de construção e desenvolvimento ao do BF, bem como mapear de que maneira o BF é utilizado nas reuniões da decisão da taxa de juros. A terceira, analisa a relação entre as expectativas das taxas de juros divulgadas pelo Banco Central e as decisões do COPOM sobre a taxa a fim de identificar se a correlação dos documentos no processo decisório.

## **CONEXÃO HISTÓRICA A PARTIR DE CENÁRIOS ANALÍTICOS**

Compreender a política monetária em vigor no Brasil requer compreender o pano de fundo, os interesses, o contexto da época e os atores envolvidos neste processo, bem como resgatar a história de seu surgimento e se atentar ao caráter global de sua adesão. Inúmeros fatores interessam para a construção dessa compreensão. Esses fatores são políticos, econômicos, ideológicos e sociais e concebem cenários distintos.

Com o objetivo de resgatar o início da onda neoliberal que culminou indiretamente nas

reformas políticas e econômicas ao redor do mundo, inclusive no Brasil, e apontar processos atuais decorrentes deste período temporal, este capítulo busca apresentar três cenários importantes para a construção desta pesquisa. Estes cenários constituem tempos históricos distintos e mobilizam discussões que, como uma totalidade, são indispensáveis para o propósito deste trabalho.

A primeira seção, intitulada “crise, oportunidade e lucro sobre lucro”, ilustra o contexto de crise da década de 70 nos países desenvolvidos, as articulações políticas que favoreceram a intensificação de processos financeiros nesta década e as fases do processo de financeirização que demonstram o modo como a política foi essencial para conceber interesses econômico-financeiros direcionados e desenvolver mecanismos capazes de garantir a sustentação destes interesses.

A segunda, com o título “as convenções do tripé macroeconômico”, traz o debate da seção anterior para o Brasil com um recorte temporal mais recente. O objetivo desta seção é apresentar as reformas monetárias que originaram o tripé macroeconômico como reformas diretamente conectadas ao processo de financeirização mobilizado na discussão anterior, esta apresentação é consolidada a partir da organização de autores e teorias que sustentam como o tripé tem sido danoso para o crescimento do país e apontam para o seu caráter político-econômico predefinido.

Por fim, a terceira seção, intitulada “arena decisória e interlocutores do poder”, insere o Banco Central na discussão com o propósito de construir um cenário propício a compreender as relações de poderes e interesses dentro deste órgão governamental que se constitui uma autoridade monetária. Nesta seção constrói-se percepções sobre a comunicação que o Banco Central estabelece com outras instituições, bem como sobre as configurações dos dirigentes do Banco Central ao longo do tempo através de diversos autores.

Enquanto a primeira seção nos oferece condições para entender o mecanismo das finanças e a atuação política da taxa de juros, e a segunda nos adentra na reprodução deste mecanismo através das reformas monetárias neoliberais que ocorreram no Brasil e que são movidas a fins estritamente político-interessadas; a terceira seção, ao analisar o Banco Central, analisa também a arena decisória do Comitê de Política Monetária, visto que os dirigentes do primeiro compõem a mesa decisória do segundo, e nos oferece aspectos para compreender como se dá a interlocução entre o público e o privado no mercado financeiro, que é consolidado, entre outros instrumentos, através do Boletim Focus, ambos objetos de análise deste trabalho.

## 1.1 CRISE, ARTICULAÇÃO POLÍTICA E LUCRO SOBRE LUCRO

O modelo keynesiano, idealizado pelo economista John Maynard Keynes, defendia a importância do Estado como agente econômico nas sociedades capitalistas de sua época e justificava a existência de um setor estatal no seio da economia capitalista pronto para intervir na vida econômica. Isto porque, assim como outros autores de seu tempo, ele partia do pressuposto de que o “mercado” não é um sistema perfeito, autossuficiente e dotado de racionalidade (BEDIN; NIELSSON, 2013). Além disso, o economista defendia a introdução da política fiscal como instrumento para controlar as flutuações da economia e para manter os objetivos do pleno emprego, da estabilidade dos preços e do equilíbrio da balança de pagamento que, naquele momento, eram objetivos da política econômica assumidos pelos governos (NUNES, 1991, p. 12-14)

Este conjunto de teorias teve grande importância por várias décadas e possibilitou a construção do estado de bem-estar social e do reconhecimento dos direitos econômicos e sociais até 1970, quando se iniciou um período de profunda estagnação econômica dos países capitalistas (BEDIN; NIELSSON, 2013) e ergueu-se críticos do sistema que propunham outros modelos políticos e econômicos. Esta névoa, que contestava a ideologia keynesiana, deu força para movimentos que pregavam o Estado mínimo, a desregulamentação do mercado e a privatização das necessidades coletivas e da seguridade social (HARVEY, 2008, p. 168), além de exercerem pressão para as mudanças políticas e econômicas que defendiam.

A estagnação mundial vivida naquela década, também provocou crises no sistema de produção capitalista vigente. O fordismo sofreu uma queda de produtividade, de crescimento e de lucro (SANTOS, 2015) que culminou em uma crise de sobreacumulação do capital entre os capitalistas que investiam nas indústrias produtivas e que já não detinham o retorno rápido e crescente do capital investido.

Segundo Lapyda (2011, p. 28), a crise de sobreacumulação do capital se “origina do estado em que o reinvestimento do capital no mesmo empreendimento produz lucros decrescentes devido aos limites de valorização, isto é, quando a mais valia produzida, em quantidade sempre crescente, não pode mais ser reinvestida de forma lucrativa”. Assim, esta crise representa “uma condição em que podem existir ao mesmo tempo capital ocioso e trabalho ocioso sem nenhum modo aparente de se unirem esses recursos para o atingimento de tarefas socialmente úteis” (HARVEY, 2008, p. 170) e culminou, mais tarde, na “gradativa reconstituição de uma massa de capitais procurando valorizar-se de forma financeira, como capital de empréstimo” (CHESNAIS, 1998, p. 17).

Estes dois cenários se desenhavam de maneira conjunta, exercendo forças e pressões na arena política e desencadearam mudanças decisivas nos anos seguintes:

a mútua determinação entre os âmbitos políticos e da acumulação fica mais clara ao se perceber o seguinte movimento: uma crise da sobreacumulação do capital nos países centrais do capitalismo, em curso nos anos 70 (crise do fordismo), pressiona governos e organismos internacionais a empreenderem ações no sentido de resolverem o problema de uma destinação lucrativa para o capital; e a implementação de tais medidas, por sua vez, impactou a dinâmica de acumulação, colocando-a em um novo patamar. (LAPYDA, 2011, p. 28 - 29)

No intervalo de 1979 a 1981, se instaura uma virada política em prol do capital financeiro, concretizada a partir das eleições de Ronald Reagan, nos EUA, e Margaret Thatcher, na Inglaterra, países que defendiam um viés neoliberal e que, segundo Chesnais (1996, p. 264), foram os primeiros a reunirem condições sociais e políticas para a afirmação do poder das finanças. As medidas tomadas por ambos os países levaram à eliminação de uma dupla barreira: “entre os diferentes mercados internos, por um lado, e os controles impostos ao movimento de capitais no exterior, por outro. Houve assim uma abertura do sistema financeiro desses países, tanto interna como para fora, à livre circulação de capitais” (LAPYDA, 2011, p. 32).

Lapyda (2011, p. 33), aponta que este movimento de desregulamentação monetária e financeira levou à quase completa perda de controle pelos bancos centrais sobre a determinação das taxas de juros de médio e longo prazo, pois estas ficaram sob controle dos operadores financeiros mais poderosos. Além disso, este movimento significou também “a abolição das regulamentações e controles no tocante à fixação dos preços dos serviços bancários” (CHESNAIS 1996, p. 262), o que levou ao surgimento de inúmeros novos produtos financeiros. Contudo, uma de suas consequências fundamentais mais imediatas foi promover a sua interligação em âmbito mundial.

Se iniciava assim, a intensificação dos processos financeiros tidas sob um regime de acumulação flexível em contrapartida à rigidez anterior (SANTOS, 2015), que marcou a abertura de uma nova fase do capitalismo. A este processo, denomina-se por ‘financeirização’, que será tido neste trabalho como um conceito que se refere ao crescente uso de instrumentos financeiros na gestão econômica e à noção de racionalização que é atribuído ao mercado, que assim, passa a ser um agente capaz de se estabilizar autonomamente.

Compreender o modo como a financeirização se deu, é imprescindível para este trabalho, pois nos mostra como as dimensões políticas, sociais e econômicas estão passíveis a se submeterem aos mais diversos interesses e ilustra o modo como ente acordo acontece. Ainda, o passo-a-passo deste processo elucidada o mecanismo criado para implementar a hegemonia das

finanças e para mantê-la crescente e constante.

François Chesnais (1996) afirma que a financeirização teve a princípio três fases importantes para a sua constituição: o mercado de câmbio, o mercado de títulos de venda – que afetou diretamente a função e atuação das taxas de juros, e por fim, o mercado de ações. O Primeiro ato da financeirização se deu através da institucionalização do mercado de câmbio flexível perante uma decisão unilateral dos EUA. O mercado de câmbio flexível se iniciou com a revogação do sistema de Bretton Woods – acordo que impunha limites ao dólar pelo fato de ser conversível em ouro (CHESNAIS, 1998). O fim do lastro-outro foi capaz de reforçar a predominância do dólar sob as outras moedas:

[...] ao desvincular sua moeda do padrão ouro os EUA instituíram um padrão que se tornou dominante até hoje, mas acarretando, também, uma espiral de contradições. O novo padrão, que representava a substituição do sistema de câmbio fixo pelo sistema de câmbio flexível, mostrou-se bem mais adequado à pavimentação do terreno para a denominada “desregulamentação” e implantação dos mecanismos de flexibilização produtiva e de mercados, que acabou por estabelecer os contornos do que passaria a ser chamado de neoliberalismo e de globalização (NÓVOA; BALANCO, 2013, p. 89)

No segundo ato, se instaura o mercado de títulos de dívida pública através da “securitização”, que significa transformar dívidas contratuais em títulos negociáveis no mercado financeiro, fazendo-o através da diluição de uma grande dívida em várias mãos e diminuindo o risco de inadimplência. Lapyda (2011) afirma que a liberalização dos mercados de negociação de papéis da dívida dos Estados foi extremamente importante para a ascensão da financeirização, na medida em que a securitização da dívida expandiu o escopo do capital fictício<sup>2</sup> (p. 33). Além disso, esses mercados responderam às necessidades de dois atores poderosos: os governos, que buscavam alternativas para financiar seus déficits e o fizeram securitizando suas dívidas, e os grandes grupos centralizadores de poupança, que precisavam valorizar o (altamente concentrado) capital que controlavam e encontraram esse enorme volume de títulos de dívidas a juros altíssimos. Entretanto, essa aparente complementariedade era profundamente assimétrica e subordinava os Estados aos seus credores.

A ‘mercadorização’ dos títulos públicos marcou a entrada da economia mundial na era das taxas de juros reais positivas. Ela pôs nas mãos dos investidores financeiros a capacidade de determinar o nível de ‘remuneração’ dos empréstimos, isto é, das taxas de juros a longo prazo. (CHESNAIS, 1998, p. 26)

Houve ainda os abundantes “petrodólares”, devido à crise do petróleo, que precisavam

---

<sup>2</sup> “Marx chama de capital fictício tudo aquilo que não é, nunca foi, nem será capital, mas que funciona como tal” (Paulani, 2009).



de uma destinação rentável e por isso foram destinados aos países subdesenvolvidos como forma de empréstimos, o que logo se mostraria um problema e resultaria na crise da dívida externa vivida por estes países hoje, visto que a dívida era cotada em dólar e com as taxas de juros dos EUA. Estas estratégias da classe dominante impulsionaram as atividades financeiras, bem como subjugou o terceiro mundo e transpareceu o papel que os governos e as instituições internacionais possuem na esfera econômica e financeira, definindo regras, direcionando os investimentos e performando-se em emprestadores de última instância (LAPYDA, 2011, p. 19).

Lapyda (2011), sob análise dos trabalhos de Chesnais, apresenta que para os países emergentes a dívida pública afetava diretamente a lógica política, econômica e social interna, isto devido à taxa de juros maior que a taxa de crescimento e do PIB, à ultrapassagem de um certo montante da dívida, que acarretava em um mecanismo de transferência garantida de recursos, e às implicações rápidas para cessar a multiplicação dos juros da dívida, como as pressões fiscais, privatizações e cortes sociais.

Fica clara a posição privilegiada dos credores, que além de garantir um destino rentável a seu capital, também eram capazes de influenciar a taxa de valorização do mesmo, visto que, neste período, já se combinavam empréstimos com taxas de juros elevadas e redução de impostos sobre o capital, bem como a manipulação da taxa de câmbio como um meio de potencializar as altas taxas de juros (LAPYDA, 2011, p.24).

A terceira fase da financeirização se inicia em 1986 com a abertura e desregulamentação dos mercados acionários em todo o mundo<sup>3</sup>. A transferência de riqueza agora se concentra no ‘dividendo’, que são uma parte do lucro de uma empresa divididos por seus acionistas e o mercado de ações se transforma na peça central da acumulação financeira (LAPYDA, 2011).

Para incentivar a aplicação de capitais no mercado acionário utilizou-se uma política de taxa de juros muito baixa, que poderia chegar a negativa. O que demonstra uma “divisão de tarefas”, como bem colocado por Lapyda (2011): os mercados acionário e de câmbio oferecem rendimentos mais elevados e os títulos de dívida pública oferecem segurança e são procurados em períodos de turbulência econômicas, e para serem atraentes fazem o uso político da taxa de juros, que sobe e desce, para construir um cenário propício aos jogadores do mercado.

Este sistema final, criado – e aprofundado – a partir de cada uma das etapas da financeirização, possibilita que seus interesses e cálculos sejam efetuados em função de uma

---

<sup>3</sup> Este momento ficou conhecido na história como ‘Big Bang da City’ de Londres e se refere a um conjunto de medidas liberalizantes instituídas da praça financeira em um curto tempo e que acabou pressionando outros mercados para seguir suas mudanças.

lucratividade que tem por aspiração a liquidez imediata de seus rendimentos (NÓVOA; BALANCO, 2013, p. 88), dinheiro produzindo dinheiro, um valor valorizando a si próprio, sem nenhum processo de mediação entre o valor inicial e o final, caracterizando, segundo Chesnais (2001, p. 9), o que Marx designa como a forma mais forte de fetichismo, e prossegue:

[...] uma vez que “o capital parece ser a fonte misteriosa (...) de seu próprio crescimento”, os proprietários de títulos financeiros, beneficiários de juros e de dividendos, consideram que o “capital” deles vai fornecer-lhes uma receita “com a mesma regularidade que a pereira dá peras”. (CHESNAIS, 2001)

Com a financeirização, o “mercado” passa a ter significado e funções bem claras, fácil de perceber com o uso frequente do termo nos mais diversos contextos. Por isso se faz necessário (1) compreender o mecanismo e os instrumentos de atuação das finanças, (2) desconstruir a noção de que estes sistemas econômicos são autônomos, mecânicos e racionalizados, (3) notar que foi preciso a ratificação de muito tratados para que o triunfo do “mercado” se realizasse<sup>4</sup>, e (4) reconhecer que sem as inúmeras intervenções políticas dos Estados capitalistas mais poderosos<sup>5</sup>, ele jamais aconteceria (CHESNAIS, 2001).

Além de conceber estes pontos, é importante perceber a forma como a financeirização foi capaz de adentrar diversos países de diferentes formas em busca de retorno monetário. O processo gradual da financeirização criou mecanismo explícitos e “legítimos” capazes de se introduzir e explorar sistemas financeiros públicos e privados de forma regularizada. No Brasil não foi diferente.

O Brasil foi inserido na financeirização em 1980 de forma passiva através da dívida externa, quando o país “constituiu parte expressiva da demanda por crédito que ensejou a primeira bolha global de ativos do capitalismo financeirizado” (PAULANI, 2009, p. 34), e em seguida, em meados de 1990, começa a atuar de forma ativa quando passa a investir no título de “potência financeira emergente” tendo, para tanto, “realizado todas as reformas estruturais necessárias, da estabilização monetária à abertura financeira incondicional” (p. 34).

Desde então, o capitalismo financeiro cresce no país com uma fase rentista “em que os imperativos do capital como propriedade se sobrepõem aos imperativos do capital como elemento funcionante na produção de bens e serviços” (Paulani, 2017, 2016a). Segundo Paulani (2017), esta fase rentista foi construída sob um arcabouço institucional permissivo que garantiu

---

<sup>4</sup> Para citar alguns: o tratado de Maastricht, o “consenso de Washington”, o acordo do livre-comércio norte-americano (o Alca), o tratado de Marrakech de 1994.

<sup>5</sup> Os Estados Unidos da América e outros países do G7.

a efetivação e reprodução de seu mecanismo rentista através da política econômica e com o aval permanente do Estado. O Estado, neste cenário, teve como objetivo “atender com presteza e precisão os interesses da riqueza financeira” – ou seja, credores e investidores externos – e propiciar uma abertura financeira que se caracterizou pela ausência de qualquer controle sobre o sistema que se iniciava:

É dessa forma que se explicam a enorme abertura financeira, com ausência de qualquer controle sobre os fluxos internacionais de capital, a internacionalização do mercado brasileiro de bônus, as concessões tributárias a proprietários de ações e a ganhos financeiros de não residentes, as alterações legais para dar maior garantia aos credores do Estado (Lei da Responsabilidade Fiscal) e do setor privado (reforma da Lei de Falências), as alterações no regime geral previdenciário (INSS) e nos regimes próprios de servidores públicos e, *last but not least*, a adoção de um receituário macroeconômico agressivamente voltado para o benefício da riqueza financeira, baseado na austeridade fiscal e em taxas reais de juros absurdamente elevadas, frequentemente as campeãs do mundo (Paulani, 2017, p. 30).

A inserção internacional feita nestes parâmetros, pressupôs mudanças profundas que afetaram várias instâncias do sistema econômico brasileiro e motivaram o Estado a se reestruturar, processo que se desdobrou nas privatizações, desnacionalizações de grandes empresas estatais, reforma monetária com a implementação do Plano Real e medidas de sustentação da acumulação bancária e financeira, reformas políticas e administrativas, reformas no sistema de seguridade social e no sistema tributário (BRUNO; CAFFÉ, 2017).

## 1.2 CONVENÇÕES DO TRIPÉ MACROECONÔMICO

Diante destas mudanças que afetaram o sistema econômico e o Estado brasileiro, um eixo em particular interessa para o desenvolvimento deste trabalho: as reformas econômicas que geraram o Tripé Macroeconômico, que se refere à articulação de uma política monetária, uma política cambial e uma política fiscal. Esta seção apresenta os três eixos do tripé, faz um balanço entre o que se espera que o tripé seja e o que ele realmente é e, por fim, adentra na teoria de uma convenção sobre como pensamos o desenvolvimento econômico.

O tripé da política macroeconômica brasileira é um conjunto de medidas adotadas pela política econômica do governo Fernando Henrique Cardoso em 1999, que combina um regime de metas de inflação, um regime de taxa de câmbio flutuante e metas de superávit fiscal primário. Diante destas mudanças, os economistas neoclássicos se esforçaram para submeter a nova política macroeconômica às teses sobre o equilíbrio geral e às expectativas racionais, o que deu origem a um modelo teórico que ficou conhecido como “consenso macroeconômico” (BRESSER-PEREIRA, 2013 p. 11). Este consenso parte do princípio de que para cada objetivo

a ser alcançado, apenas um único instrumento de política deveria ser implementado<sup>6</sup> (NASSIF, 2015); e foi responsável por disseminar a crença de que os problemas econômicos vividos pelo Brasil seriam, com o advento das novas medidas, resolvidos:

“[...] o país passou a ter condições de enfrentar cada um desses problemas: se a inflação preocupa, o BC atua através do instrumento da taxa de juros; se há uma crise do BP<sup>7</sup>, o câmbio se ajusta e melhora a conta corrente; e se a dívida pública cresce, há que se ‘calibrar’ o superávit primário. Com isso, têm-se os elementos para atacar os principais desequilíbrios macroeconômicos de forma integrada” (Giambiagi, 2011).

Formalmente, o regime de metas de inflação é um mecanismo que permite a determinação da taxa de inflação pelo Conselho Monetário Nacional, órgão máximo do sistema financeiro do Brasil, e coloca a seu serviço o Comitê de Política Monetária, órgão do Banco Central composto por autoridades monetárias, para decidirem periodicamente a taxa básica de juros, que é capaz de controlar a inflação e conduzi-la à taxa determinada<sup>8</sup>. Já o regime de taxas de câmbio, é uma política fiscal que estabelece que o preço de uma moeda em relação a outra varia de acordo com a oferta e a procura no mercado de câmbio<sup>9</sup>. Por fim, as metas de superávit primário ou metas fiscais, são definidas anualmente pelo Congresso Nacional por meio da Lei Orçamentária Anual, com o objetivo de estabelecer limites de gastos para controlar as receitas, despesas e dívidas do Estado.

Estas políticas foram baseadas no paradigma neoliberal e inspiradas pela abordagem dos mercados eficientes. Por isso, pressupunha-se, conforme modelos ortodoxos, que o câmbio flutuante seria capaz de flutuar adequadamente em torno de um equilíbrio competitivo, que a meta de inflação implicasse em inflação baixa apenas com o uso da taxa de juros e que as metas fiscais mantivessem um superávit primário capaz de manter sob controle a dívida pública (Bresser-Pereira, 2013, p. 12).

No entanto, há vertentes que demonstram que o tripé, enquanto política econômica construída por um governo neoliberal, “visa essencialmente garantir uma elevada taxa básica

---

<sup>6</sup> O Consenso Macroeconômico se ancorava no pressuposto de que o controle da inflação deveria ficar sob foco estrito da política monetária e que somente por meio da taxa básica de juros de curto prazo se manteria estável o nível geral dos preços (Blanchard et al, 2010, 2013).

<sup>7</sup> Balaço de Pagamentos.

<sup>8</sup> Segundo, Bresser-Pereira (2013, p. 11) “[...] esta política supunha uma pragmática equação de reação (a regra de Taylor) que relaciona a meta com a inflação em curso, e, dado o nível de ocupação, com a taxa de juros que se espera que trará a inflação para a meta”

<sup>9</sup> A adoção deste regime implica o anuncio de diário do valor do dólar, por exemplo.

de juros reais, que é a demanda básica da coalizão política neoliberal formada por capitalistas, rentistas e financistas”, como afirmado por Bresser-Pereira (2013, p. 13), que afirma que o meio encontrado para atingir esse objetivo é priorizar o controle da inflação e usar a taxa de juros como principal instrumento de controle, seguido da política da âncora cambial.

Ora, na prática, desde a implantação do tripé, apenas superávit primário tem significado simplesmente o que está implícito, responsabilidade fiscal; a política de metas de inflação tem implicado taxas de juros reais muito altas e o uso abusivo da apreciação cambial, e a política de câmbio flutuante tem implicado uma taxa de câmbio sobreapreciada e elevados déficits em conta corrente que provocam desindustrialização e colocam o país sob ameaça de crise de balanço de pagamentos. De fato, a política como um todo logra manter a estabilidade de preços, mas a custo de baixo crescimento e de alta instabilidade financeira, na medida que coloca o país sempre sob a ameaça de nova crise financeira (BRESSER-PEREIRA, 2013, p. 12)

Segundo Modenesi (2012), a Política Monetária brasileira se caracteriza por ser extremamente restritiva e muito onerosa, por isso é importante debater seus custos, principalmente, em relação a alta taxa de juros, pois somente com a reversão deste quadro a estabilização monetária será concluída. O autor afirma que é necessário uma flexibilização de forma sustentável: reduzir os juros para o nível próprio das economias estáveis, sem que isso implique o retorno da inflação e que é preciso lembrar que a inflação já não é um problema atual e já não é mais razoável controlá-la a partir da prática da maior taxa de juros do mundo (2012, p. 32 e 33).

Nassif (2015, p. 430) também se esforça para apresentar indicadores capazes de mostrar que a rigor, desde a sua adoção, o tripé não tem assegurado ao país nem crescimento sustentável e nem estabilidade de preços. Quanto ao primeiro fator, o autor mostra que, no período de 1999 a 2011, a taxa média de crescimento do PIB real no Brasil foi significativamente inferior à dos demais países dos BRICS<sup>10</sup>, exceto a África do Sul. Quanto ao segundo, ele ressalta que, dado o contexto da economia extremamente aberta ao fluxo de capitais, o regime de câmbio flutuante – que deveria servir para amortecer a economia e ajudar automaticamente a balança de pagamentos – tem levado a moeda brasileira a uma tendência cíclica de apreciação<sup>11</sup>. O autor afirma que:

A menos que o seu *modus operandi* seja alterado, o tripé não será capaz de libertar a economia brasileira de outra “possível trindade”: altas taxas de juros reais, a

---

<sup>10</sup> Brasil: 3,6%; Rússia: 5,2%; Índia: 7,2%; China: 10,2%; e África do Sul: 3,5%.

<sup>11</sup> E justifica: “Se, por um lado, a apreciação cambial contribui sobremaneira para evitar que a inflação ultrapasse os dois dígitos, por outro lado, ela acaba sendo danosa não apenas para a indústria — afinal o processo de desindustrialização brasileiro é subproduto da sobrevalorização cambial — como para o balanço de pagamentos” (Nassif, 2015, p. 430).

apreciação da taxa de câmbio real e crescimento econômico muito baixo (NASSIF, 2015).

Estes argumentos insistentes sobre a falha do tripé macroeconômico em alcançar seus objetivos oficiais, mobiliza um debate, bastante disseminado, sobre os atores deste sistema, seus interesses e suas ações, que são, por sua vez, articulados e poderosos, capazes de manterem uma “convenção” de que seguir tais medidas econômicas é o mais propício a se fazer para manter o país estável. O conceito de convenção, desenvolvido pelo economista brasileiro Fábio Erber, será utilizado neste trabalho compactuando com a teoria de Bresser-Pereira (2013, p. 13), de que o tripé visa essencialmente garantir uma elevada taxa básica de juros que, como já foi abordado, tem sido, desde a década de 70, instrumento de valorização do capital.

A conceito de convenção se define como:

[...] uma representação coletiva que estrutura as expectativas e o comportamento individual, de tal forma que, dada uma população P, observamos um comportamento C que tem as seguintes características: (i) C é compartilhado por todos os membros de P; (ii) cada membro de P acredita que todos os demais seguirão C e (iii) tal crença dá aos membros de P razões suficientes para adotar C (Orléan, 2004 apud Erber, 2011).

Ademais, “a força de uma convenção é proporcional ao tamanho de P e ao poder político e econômico de seus membros”. Tal força proporciona benefícios aos que aderem a ela e sancionam aos que se afastam, em consequência “P contém não apenas “crentes”, como “oportunistas”, movidos apenas por razões utilitárias” (Choi, 1993 apud Erber, 2011).

Nos países desenvolvidos e subdesenvolvidos, as decisões de política monetária, sobretudo a decisão da taxa de juros, envolvem conflitos de interesses entre os diversos setores econômicos; em uma economia monetária de produção, juros baixos interessam aos setores produtivos e juros altos interessam aos setores rentistas e financistas. Assim, as decisões de política monetária não são neutras, elas são capazes de influenciar a atividade econômica e podem gerar ganhadores e perdedores (NADER, 2018).

A taxa de juros, portanto, é determinada por acordos convencionados que justificam a forma como as medidas políticas-econômicas devem prosseguir. Apresentadas no trabalho de Nader (2018, p. 559), que faz uma análise sobre taxa de juros, convenção e rentismo no Brasil no primeiro Governo Dilma, tem-se convenções identificadas por diferentes autores que convergem entre si: segundo Bresser e Nakano (2002), a manutenção de um nível elevado da taxa de juros por um longo período de tempo gerou o medo de uma redução, e este medo formou uma convenção em torno da manutenção de juros elevados. Nakano (2006), por sua vez, buscou evidências da formação de uma convenção na taxa de juros e demonstrou que o Banco Central

adota uma regra de suavização que impede bruscas alterações, mesmo quando as condições econômicas são favoráveis para a execução, assim, o autor demonstra que há um piso elevado para a taxa de juros estabelecido pelo Banco Central. Modenesi (2008), na mesma direção, apresenta que há um excesso de gradualismo e conservadorismo na operacionalidade da política monetária brasileira.

Assim, a taxa de juros, especialmente, é um instrumento muito importante no jogo político-econômico. De maneira semelhante à atuação do mecanismo adotado pelo capitalismo financeiro nas últimas décadas, a taxa de juros é capaz de definir, de forma implícita, a posição dos atores do sistema financeiro. Este poder atribuído aos juros é moldado conforme àqueles que possuem acesso à arena decisória, neste caso, os cargos de dirigentes do Banco Central do Brasil e suas conexões, cujas configurações serão apresentadas adiante.

### **1.3 ARENA DECISÓRIA E OS INTERLOCUTORES DO PODER**

Esta seção se torna riquíssima para a finalização destes cenários, pois adentra um pouco da estrutura interna do Banco Central e explicita as relações de redes interpessoais e interesses que se tensionam entre o público e o privado. O Banco Central é o órgão que melhor aproxima o COPOM e o BF, não somente porque os dois objetos são elementos do BC, mas porque ele nos dá indícios para interpretá-los.

O Banco Central é constituído de um presidente e uma diretoria. As pessoas que ocupam estes cargos, por sua vez, constituem o Comitê de Política Monetária e são responsáveis pela decisão da taxa Selic periodicamente. Por isso, compreender quem são os dirigentes do Banco Central é importante para identificar interesses na mesa do COPOM. Outro ponto relevante é entender como se dá a comunicação explícita entre o Banco Central e o mercado financeiro, para que seja possível articular meios de entender a comunicação implícita entre ambos.

Dados estes pontos, a seção se inicia a seguir com a apresentação do Banco Central e mobiliza dados de autores que se dedicam a estas questões, mesmo que para outros propósitos e discussões.

O Banco Central, na condição de autoridade monetária, é responsável por executar as orientações do Conselho Monetário Nacional e garantir a estabilidade do poder de compra da moeda. Ele dispõe das seguintes funções: i) monopólio da emissão de moeda; ii) banqueiro do governo; iii) banco dos bancos; iv) supervisão do sistema financeiro; v) execução da política monetária; e vi) execução da política cambial e depositário das reservas internacionais. (CARVALHO, OLIVEIRA, MONTEIRO, 2010)

Segundo Corazza (2006) é a partir da introdução do Plano Real, em 1994, que o BC vem gozando de uma forte independência de instrumentos. Assim, sua autonomia operacional é vista pela liberdade da escolha dos instrumentos de política monetária que julgue mais adequados para assegurar a estabilidade monetária estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional, órgão que decide sobre o regime cambial e as metas de inflação a serem alcançadas.

De acordo com Leticia Rodrigues (2014), desde a introdução do sistema de metas para a inflação<sup>12</sup>, o BACEN empreendeu certo esforço para tornar transparente tanto sua visão sobre as perspectivas econômicas, quanto os elementos que a caracterizam e as possíveis consequências para a política monetária, e o fez através de uma política informacional que proporcionou o aumento da informação divulgada junto ao “mercado”:

[...] os principais instrumentos de comunicação do BCB são o comunicado da decisão da meta de taxa Selic ao final da reunião do Copom, a ata da reunião do Copom e o Relatório de Inflação. Podemos citar ainda como instrumentos adicionais de comunicação, dentre outros: a divulgação semanal pela internet do Focus - Relatório de Mercado, contendo a mediana, a média e o desvio padrão das expectativas de participantes do mercado para diversas variáveis econômicas como, por exemplo, inflação, produto interno bruto, juros e câmbio; a divulgação mensal das notas econômico-financeiras para a imprensa abrangendo diversos setores da economia como política monetária e operações de crédito, política fiscal, setor externo e dívida pública mobiliária federal e mercado aberto; e a divulgação trimestral do Boletim Regional. (2014, p. 23 e 24)

Rodrigues (2014) afirma que esse esforço para tornar a comunicação transparente nasce do objetivo de explicitar as decisões da política monetária e expõe o importante papel da comunicação entre os interlocutores do sistema financeiro para a credibilidade das ações do Banco Central.

A autora, que se dedicou a pesquisar a relação entre o jornalismo econômico e as decisões do Banco Central em relação à Taxa Selic, discorre sobre a especificidade da comunicação em política monetária e esclarece que esta não é restrita apenas à transmissão de informações da autoridade monetária para os mercados de forma unilateral. Ou seja, a comunicação voltada para a política monetária possui caráter multilateral e assim os participantes do mercado também possuem conteúdo informacional capaz de motivar uma mudança no curso da política monetária (2014).

Deste modo, em contrapartida ao BC, a agenda do mercado financeiro ganha cada vez mais espaço no noticiário econômico e o economista ligado às instituições financeiras aparece como fonte recorrente na análise do cenário e da política econômica do país (RODRIGUES,

---

<sup>12</sup> Que foi instituída no segundo governo de Fernando Henrique, em 1999, com o economista Armínio Fraga como presidente do BC.



2014, p. 24).

Rodrigues (2014) afirma também que há um “deslocamento da ciência pela técnica, da *Economics* por uma espécie de *Business Administration* de Estado”. Este deslocamento tem por objetivo garantir a estabilidade monetária e transformar o debate econômico em discussões administrativas sobre como se deve conduzir as finanças públicas e os preços macroeconômicos afim de gerar “lucro”, como aponta Paulani (2004 apud Rodrigues, 2014). Este processo é importante, dentre tantos fatores, pois pode resultar em uma comunicação mais articulada entre os agentes decisórios do BC e os atores do mercado financeiro e é capaz de potencializar os interesses em comum de ambas as categorias de maneira disfarçada.

É neste sentido que Paulani (2006, p.4) considera que o simulacro de teoria macroeconômica apresentada pelos “novos clássicos [...] soma[m] o suficiente para produzir as coordenadas técnicas e os modelos (como os de target inflation) segundo os quais devem operar os gestores das finanças públicas e das políticas monetária e cambial na pilotagem de juros, câmbio e superávits. (RODRIGUES, 2014, p. 33)

Não obstante, estudos na literatura da ciência política demonstram uma linha tênue entre as instituições públicas e privadas do sistema financeiro, visto que Novelli (2001 apud Rodrigues, 2011) e Morais (2005) constataram que muitos diretores e presidentes do BC possuíam vínculos diretos com grupos financeiros e instituições financeiras privadas nacionais e internacionais.

Estes estudos também apresentam uma profícua relação entre o Banco Central e o mercado a partir de vínculos profissionais. Codato et al. (2016, apud Ribeiro, 2017), analisou o perfil profissional e acadêmico dos 39 diretores do Banco Central no período de 1995 a 2015 e apontou que a proporção de profissionais do mercado (30,8%) superou a de profissionais acadêmicos (17,9%) e Olivieri (2007), identificou no processo de nomeação do alto escalão do BC uma estrutura de relações pessoais, pautada por interesses de carreira e afinidades ideológicas e mantido através de ligações informais.

Olivieri (2007, p.157) afirma que a passagem pelo Banco Central possibilita instrumentos importantes para o profissional do mercado, pois o conhecimento adquirido sobre o funcionamento e sobre as decisões do governo é valioso para a atuação no mercado financeiro, isto porque as

“decisões de caráter técnico, como as decisões do Banco Central sobre política monetária e cambial, têm, inevitavelmente, um conteúdo político, no sentido de que afetam a atuação e os interesses de grupos econômicos, enfim, alteram a distribuição de recursos na sociedade” (p. 150).

Neste sentido, pode-se afirmar que a relação entre os dirigentes do Banco Central, demonstra um frágil equilíbrio entre os interesses privados e interesses públicos. Isso se deve

ao fato de que o Estado afere ao Banco Central a missão de ser uma autoridade monetária capaz de guiar e obedecer aos interesses da soberania nacional, que supostamente, opõe-se aos interesses do poder do mercado, e por isso, há uma forte pressão sob a instituição no que tange ao modo como se conduz a política governamental macroeconômica (RODRIGUES, 2014, p. 30).

No entanto, a comunicação e a conexão entre os atores do mercado financeiro e os dirigentes do Banco Central demonstram que os princípios que operam a instituição são de interesse político e dentro desta perspectiva, “encontra-se um conjunto de ideias fundamentadas na teoria financeira capaz de assegurá-la não apenas como uma teoria econômica, mas também como uma visão de mundo” (2014, p. 30) – denominadas neste trabalho de “convenções”.

## **O COMITÊ DE POLÍTICA MONETÁRIA E O BOLETIM FOCUS**

Tendo o Banco Central (BC) como autoridade monetária no sistema financeiro brasileiro, dois focos em sua estrutura são necessários para satisfazer os interesses deste trabalho: o Comitê de Política Monetária e o Boletim Focus.

O Comitê de Política Monetária (COPOM) é um órgão decisório do BC, criado em 20 de junho de 1996, responsável por definir as diretrizes para a política monetária e por estabelecer a taxa de juros básica da economia, denominada taxa Selic. O Decreto 3.088, de 21 de junho de 1999 define como metas de política monetária a ser seguida pelo Copom a adoção do sistema de metas para a inflação (RODRIGUES, 2014), em que o Conselho Monetário Nacional fixa a meta da inflação e cabe ao Copom analisar aspectos da economia brasileira e decidir, com base no cenário analisado, qual a taxa de juros necessária para atingir a meta. A principal função do COPOM é balizar as expectativas de inflação e combatê-la via administração da taxa de juros. (RIBEIRO, 2017)

As decisões do Comitê afetam o sistema financeiro, a economia em geral e, particularmente, a dívida pública, já que grande parte desta está indexada pela taxa de juros Selic, definida pelo Comitê. (MINELLA, 2007)

O Comitê de Política Monetária (COPOM), segundo o Banco Central, busca proporcionar um ritual adequado ao processo decisório de política monetária e maior transparência, a exemplo do Federal Reserve nos EUA e do Central Bank Council na Alemanha. Segundo Rodrigues (2014), “uma comunicação entre os interlocutores desempenha um papel importante para a credibilidade das ações do BC”. A autora também considera a reunião do COPOM um evento midiático por excelência, visto que:

Ele consegue mobilizar os órgãos de imprensa que procuram fazer a cobertura do evento fazendo projeções sobre os índices do mercado. O poder midiático consegue transferir notoriedade e respeitabilidade, sem, contudo, questionar jamais a participação restrita a apenas um segmento da sociedade em uma definição que afeta a todos os cidadãos (RODRIGUES, 2014)

O Boletim Focus (BF), por sua vez, também faz parte do arcabouço do regime monetário de metas de inflação. Ele é um relatório de mercado que apresenta tabelas e gráficos que demonstram as expectativas do mercado de cerca de uma centena de instituições financeiras. Atualmente, o relatório pesquisa e apresenta os indicadores mais importantes da economia brasileira, como o IPCA, IGP-DI, IGP-M, IPC-Fipe, Taxa Selic, Taxa de Câmbio, Balança Comercial e PIB, e suas respectivas previsões em relação aos próximos anos, informada por analistas.

O BF tem como objetivo monitorar a evolução das expectativas de mercado das principais variáveis macroeconômicas para auxiliar no processo decisório da política monetária. Seu auxílio se efetiva diretamente na reunião do COPOM através da apresentação das expectativas dos maiores indicadores da economia brasileira. O relatório, elaborado pelo Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais, conhecido como GERIN, é publicado semanalmente e disponibilizado publicamente no site do Banco Central.

Além de sua função para os órgãos econômicos do Estado, o BF é também instrumento comum das instituições do sistema financeiro como um todo e está constantemente na mídia relacionado à canais de comunicação financeira, corretoras de investimento e balanços periódicos da economia do país. O que lhe atribui maior importância e legitimidade, visto que ele é objeto de informações de vários setores da sociedade, muito além de sua função primária.

Tanto o COPOM quanto o BF são elementos atuantes do Banco Central e possuem funções bem definidas. Como já mencionado anteriormente, eles possuem duas relações diretas: ambos fazem parte do arcabouço do regime monetário de metas de inflação e o Boletim Focus é fonte de dados constante durante a reunião do COPOM.

O BF funciona como um mediador entre as instituições do mercado financeiro e órgãos decisórios governamentais. Esta função faz com que o BF seja mais do que um relatório das expectativas de vários indicadores da economia brasileira formulado por agentes econômicos. A capacidade de mediar setores distintos e dependentes também lhe confere a capacidade de carregar interesses políticos e econômicos. Esse intermédio somente se concretiza através da decisão da taxa de juros do COPOM, por isso a interseção entre os dois objetos desta pesquisa se torna tão importante.

Os dados macroeconômicos do BF demonstram expectativas. Essas expectativas são

obtidas através de fórmulas, teses teóricas, ciência econômica, jargões técnicos e métodos restritos definidos por instituições e representados por “analistas”. Assim, tem-se uma previsão embasada em parâmetros ocultos e técnicos e legitimada por técnicos e especialistas movidos por interesses convencionados. O COPOM, por sua vez, representando o Banco Central, recebe o relatório Focus e utiliza as expectativas dos indicadores como dados legítimos e verídicos para a decisão da taxa Selic.

Há muita autonomia em torno deste processo decisório e pouca discussão capaz de questionar o modo como se dá todo este mecanismo. Um exemplo de crítica capaz de tensionar este sistema, foi retirada de uma reportagem de 2008 do jornal Valor Econômico e republicado pelo jornal O Globo, feita por Guimarães, segue abaixo um trecho da reportagem, em que Guimarães descreve, a seu ver, como acontece o processo de decisão da taxa de juros.

Trata-se de um processo autóctone, sem ingerência externa, de retroalimentação pelo mercado das condições que tornam inadiável a elevação da taxa de juro: o Banco Central detecta antes de todo mundo a germinação de um ameaçador vórtice inflacionário, depois do que o mercado futuro de juros da BM & F - palco principal das atuações dos dinâmicos tesoureiros de bancos - ajusta para cima as projeções de CDI; uma curva futura de juros positivamente inclinada pelas advertências do BC tem impacto no setor mais lento do mercado, os economistas de instituições, cujas previsões são colhidas pelo Focus; este chancela e legitima intelectualmente o que o DI futuro forçou operacionalmente sob o abrigo do BC; quando ocorre esta autenticação, o DI explode de alegria sob a forma de mais uma rodada de alta dos juros futuros; respaldado na defesa do rigor monetário feita tanto pelo DI quanto pelo Focus, o BC, embora o autor intelectual do crime, se sente obrigado a confirmar as expectativas e, finalmente, decidir pela alta. As várias partes do mercado - BC, tesoureiros e economistas - se comportam, para salvar as aparências, como se um não tivesse nada a ver com o outro. Na verdade, todos operam juntos para conseguir o mesmo objetivo, que, a cada volta do mecanismo, se torna cada vez mais atraente e lucrativo. (GUIMARÃES, 2008)

Para este trabalho, o Comitê de Política Monetária será utilizado como um meio analítico capaz de fornecer informações sobre como o Boletim Focus atua na definição da Taxa Selic. O Comitê foi escolhido pelo potencial analítico de suas atas, enquanto material autêntico e abundante, e por sua importante posição no sistema financeiro nacional, capaz de promover uma boa discussão teórica junto aos Boletins.

## **2.1 ASPECTOS METODOLÓGICOS**

Para a construção desta pesquisa, foram adotados procedimentos metodológicos necessários para realizar os objetivos inicialmente propostos: analisar o desenvolvimento do Boletim Focus e do Comitê de Política Monetária, através de seus respectivos relatórios e atas, desde o ano de seus surgimentos até o ano de 2019, a fim de compreender como o Boletim Focus aparece nas atas do COPOM e como é utilizado no processo de decisão da Taxa Selic.

Inicialmente, foi realizada uma pesquisa documental nas atas do Comitê de Política Monetária, com base em abordagem qualitativa, a fim de buscar respostas a questões específicas que não podem ser quantificadas, como o universo de significados, aspirações, crenças, valores e atitudes do COPOM em relação a decisão da Taxa Selic. A pesquisa documental foi escolhida pelas vantagens que apresenta: além de ser uma fonte rica de dados e possibilitar um contato profundo com as fontes, não implica altos custos e não exige contato com os sujeitos da pesquisa.

Segundo Pádua (1997, p.62 ), a pesquisa documental se define por ser realizada a partir de documentos, contemporâneos ou retrospectivos, considerados cientificamente autênticos, isto é, não fraudados; este método de pesquisa tem sido amplamente utilizado nas ciências sociais, na investigação histórica, a fim de descrever e comparar fatos sociais, estabelecendo suas características ou tendências. O documento necessário para a pesquisa documental pode ser definido como “qualquer suporte que contenha informação registrada, formando uma unidade, que possa servir para consulta, estudo ou prova” (APPOLINÁRIO, 2009, p. 67).

Esta análise se constitui de descrições sistemáticas, qualitativas ou quantitativas, que possibilitam a extração de significados para além da leitura comum e permitem que a organização do material coletado proporcione ao conjunto de documentos um olhar analítico (RODRIGUES, 2014, p. 37).

As atas do COPOM, enquanto objeto de pesquisa, se caracterizam como uma fonte segura de dados que ainda não recebeu tratamento analítico e possui caráter informativo sobre o comportamento humano, uma vez que permite observar o processo de evolução da reunião do Comitê de Política Monetária, bem como o de seus participantes, de suas informações, decisões e práticas.

Durante o período de um ano, são publicadas em média 8 atas de reuniões ordinárias do COPOM, com intervalo de 45 dias entre uma e outra. Para um trabalho mais completo e rigoroso seria indispensável analisar todas as atas publicadas durante um ano e durante todo o período de análise, no entanto, devido a fins deste trabalho, e principalmente, ao tempo de sua execução, optou-se pela amostragem de uma ata por ano e, de modo aleatório, foi decidido analisar a primeira publicação de cada ano.

De um total de 194 atas foram analisadas 21, correspondentes aos 21 anos de publicação, o que equivale a cerca de 10% do número de publicação total. Acreditamos que, devido ao comportamento padronizado encontrado nas atas e às poucas alterações que elas tiveram ao passar do ano, o uso desse percentual de amostras não diminui o potencial deste trabalho.

Dado esta condição, para este trabalho foram analisadas 21 atas das reuniões do COPOM, correspondentes à primeira publicação de cada ano no período de 1998 a 2019, perfazendo um período analítico de 21 anos. As atas analisadas se referem ao mês de janeiro (de 1998 a 2017) e fevereiro, nos anos que não houveram reuniões do COPOM no primeiro mês do ano (2018 e 2019). Este período analítico foi escolhido para abranger todo o período de publicação, desde a primeira publicação do documento ao ano corrente.

As atas foram organizadas cronologicamente, do primeiro ano de publicação ao ano corrente, e categorizadas conforme seu sumário, modificações ao longo do tempo, estrutura visual, assuntos debatidos, argumentos utilizados, menções aos documentos utilizados durante as reuniões e decisões tomadas em relação a Taxa Selic.

Paralelamente às análises das atas do COPOM, se tem a análise documental dos boletins Focus, com recorte de mesmo período: desde sua primeira publicação, em 2001, ao ano corrente, 2019; perfazendo 19 anos de publicação semanal no site do Banco Central e totalizando 19 boletins correspondentes à primeira publicação de cada ano. O BF é publicado semanalmente, o que acarreta em um número exponencialmente maior de boletins publicados em relação às atas. São cerca de 52 boletins publicados ao longo de um ano e, durante seus 19 anos completos de publicação, cerca de 988 boletins. Ainda nesta circunstância, foi mantido o mesmo método de amostragem usado para as atas, constituindo-se uma análise de 2% do total de publicação neste período.

Esta decisão foi tomada pois, o objetivo de análise do BF é essencialmente diferente das análises realizadas nas atas. A análise do Boletim Focus se dá sob outra perspectiva, nesta etapa buscou-se identificar, através da amostragem, boletins que apresentam mudanças em sua estrutura, seja ela textual ou estrutural, em relação à estrutura dos boletins anteriores, a fim de obter uma amostra que represente modelos de boletins já publicados.

As análises se dão de formas distintas, as atas através de seu conteúdo e os boletins a partir de sua forma, para alcançar os objetivos do trabalho, visto que, a análise das atas visa identificar menções sobre o boletim Focus ou questões tangentes a ele e a análise do boletim visa essencialmente mapear suas mudanças ao longo do tempo.

O objetivo em analisar o Boletim Focus é construir uma análise comparativa a partir de características descritas sobre sua organização visual e estrutural, seus índices e variáveis, seus métodos e gráficos. Assim, diferente das atas, cuja análise se voltou para a compreensão de seu conteúdo, não é relevante para a análise dos boletins compreender o desenvolvimento das informações provenientes. Isto pode ser percebido na próxima seção, ao longo da descrição das

análises, quando são excluídas as informações numéricas, como o desempenho das expectativas.

Desta maneira, esta amostragem, embora não nos forneça todos os modelos de boletins já publicados, nos permitiu construir uma boa análise em relação as mudanças que sofreu ao longo do tempo. As modificações encontradas ao longo dos 19 anos de análise foram mapeadas, organizadas temporalmente e descritas na próxima seção.

Ambos os objetos de análise desta pesquisa estão disponíveis publicamente no site do BC, em endereços diferentes, e estão organizados pela data de publicação, o que facilitou o processo de coleta dos documentos.

## **2.2 O BOLETIM FOCUS SOB ANÁLISE**

O Boletim Focus sofreu grandes variações em sua estrutura e interface gráfica desde sua primeira publicação. Cada mudança identificada tornava o BF mais amplo e completo e lhe proporcionava mais legitimidade, enquanto um relatório que detém técnicas capazes de compreender e prever o mercado.

Nos 19 anos de BF houveram três mudanças abruptas no modo como os relatórios são apresentados, elas são divididas em três modelos organizados em períodos temporais. O primeiro modelo foi publicado desde o seu surgimento até meados de 2003, era composto por elementos textuais, tabelas e gráficos, e era bastante inconstante quanto aos dados que apresentava, isto é, sofria alterações frequentemente.

O segundo modelo foi constatado na amostra de janeiro de 2004, mas surgiu ainda no decorrer de 2003. Esse modelo reflete uma estrutura pré-concebida, consideravelmente mais organizada e com maior alcance de previsão, além disso trouxe mudanças significativas quanto ao modelo anterior: excluiu os elementos textuais e inseriu elementos que construíram uma identidade visual. Esta versão foi publicada de modo padronizado até 2018, o que lhe confere cerca de 15 anos de relatório neste formato.

O terceiro modelo foi constatado no relatório de janeiro de 2019, último ano de análise desta pesquisa, e traz uma estrutura visual completamente diferente dos anteriores. Essa nova versão apresenta um caráter eminentemente técnico, não traz informações complementares, expande sua capacidade preditiva para mais um ano e utiliza de técnicas visuais para tornar a leitura do documento mais intuitiva.

### **A primeira versão:**

Os três primeiros anos de publicação são marcados por intensas alterações que serão apresentadas a seguir. Embora as alterações sejam constantes, nestes relatórios a estrutura do texto, das tabelas e dos gráficos seguem semelhantes. Os relatórios se iniciam com um texto que apresentam alguns indicadores e suas expectativas, seguidos de tabelas que organizam os dados das expectativas em datas de análise e finalizam com gráficos que demonstram a evolução da expectativa da inflação.

Nas primeiras publicações do BF o relatório se inicia com um texto que apresenta a mediana das expectativas para o Índice de Preço ao Consumidor (IPCA), as previsões para o Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), a mediana das expectativas do Índice Geral de Preços pela Disponibilidade Interna (IGP-DI), a expectativa para a Balança Comercial, para o Déficit em Conta Corrente, para o Déficit Nominal do Setor Público, para o crescimento do PIB, para o Superávit Primário, projeções para a Taxa de Câmbio.

Estes indicadores da economia brasileira não apareciam de forma padronizada nos relatórios. Nas primeiras versões do BF, cada relatório continha dados diferentes e havia abertura para a apresentação de novos indicadores, como o “Over Selic” e as previsões para o “Fluxo Líquido de Investimento Estrangeiro”, que apareceram ao longo dos três primeiros anos de relatório, bem como a disposição e o arranjo do texto varia em cada publicação.

Da mesma forma, as tabelas também sofrem alterações constantes, principalmente, no que tange à formatação e ao período de análise. As tabelas da primeira seção são referentes ao Índice de Preços e aos demais indicadores econômicos. A tabela de Índice de Preços, a princípio, analisava o comportamento dos indicadores IGP-DI, IGP-M, IPC-Fipe, INPC e IPCA com a mediana das expectativas para o mês corrente e do mês posterior a partir da comparação das previsões da semana da publicação atual e da publicação da semana anterior, como é possível ver na figura 1.

**FIGURA 1** - TABELA DE INDICADORES DE INFLAÇÃO DO BOLETIM FOCUS DE JANEIRO DE 2001



## Relatório de Mercado

Pesquisa Diária de Expectativas do Mercado elaborada pelo Banco Central do Brasil  
Mediana das Expectativas de Mercado

### ÍNDICES DE PREÇOS

Variação %	Dezembro		Janeiro	
	29 de dezembro	5 de janeiro	29 de dezembro	5 de janeiro
IGP-DI	0,50	0,55	0,50	0,48
IGP-M	-	-	0,66	0,53
IPC-Fipe	0,40	0,38	0,40	0,40
INPC	0,58	0,58	0,35	0,33
IPCA	0,60	0,60	0,40	0,40

	2000		2001	
IGP-DI	9,60	9,60	5,29	5,29
IGP-M	-	-	5,00	5,00
IPC-Fipe	4,60	4,60	4,00	4,00
INPC	5,34	5,31	4,13	4,13
IPCA	6,02	6,02	4,30	4,21

Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório Focus, publicado em 05 de janeiro de 2001<sup>13</sup>.  
[Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20010105.pdf>]

Nesta tabela de medianas das expectativas de mercado tem-se as previsões para dezembro e para janeiro, bem como para o ano de 2000 e para 2001, isto é, apresenta dados do mês corrente e mês posterior e ano corrente e posterior, comparadas através dos resultados da última publicação do relatório e da publicação atual.

Em outras versões, além da mediana das expectativas, o Boletim Focus apresenta a tabela de índice de preços também pelo desvio padrão das expectativas de mercado e acrescenta aos dois gráficos (mediana e desvio padrão das expectativas) mais um ano de análise, incorporando ao relatório a previsão das expectativas para o ano posterior. Veja o exemplo na figura 2:

**FIGURA 2** - TABELA DE INDICADORES DE INFLAÇÃO DO BOLETIM FOCUS, 2003

---

<sup>13</sup> Este relatório, publicado na primeira segunda-feira do mês de janeiro, que também é a primeira segunda-feira de 2001, traz as expectativas da última semana, que também se refere ao mês de dezembro e ao ano 2000. O mês corrente deste relatório e os dados analisados para sua publicação, se referem à dezembro/2000.

**Tabela 1-b**  
**Relatório de Mercado**  
*Pesquisa Diária de Expectativas do Mercado elaborada pelo Banco Central do Brasil*  
*Desvio Padrão das Expectativas de Mercado*  
**ÍNDICES DE PREÇO**

	Dezembro		Janeiro			
	27 de Dezembro	3 de Janeiro	27 de Dezembro	3 de Janeiro	27 de Dezembro	3 de Janeiro
IGP-DI	0,75	0,73	0,70	0,65		
IGP-M	-	-	0,63	0,61		
INPC	0,48	0,43	0,46	0,47		
IPCA	0,40	0,37	0,38	0,42		
IPC-FIFE	0,34	0,27	0,51	0,51		
	<b>2002</b>		<b>2003</b>		<b>2004</b>	
					27 de Dezembro	3 de Janeiro
IGP-DI	1,31	1,27	3,79	3,83	3,52	3,53
IGP-M	-	-	3,51	3,31	3,84	3,70
INPC	0,73	0,66	2,67	2,61	2,62	2,62
IPCA	0,54	0,50	2,25	2,23	2,48	2,42
IPC-FIFE	0,41	0,34	2,25	2,13	2,47	2,41

Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório Focus, publicado em 03 de janeiro de 2003.

[Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20030103.pdf>]

O mesmo acontece com a tabela de outros indicadores econômicos. Os indicadores mudam constantemente e é inserida uma tabela que apresenta o desvio padrão das expectativas e as datas de análises sofrem alterações gradativas. Nos relatórios de janeiro dos três primeiros anos do BF (2001, 2002 e 2003), não houve nenhuma tabela idêntica na categoria “Outros Indicadores”. Isso demonstra que durante os três primeiros anos de publicação amostrados, o Boletim Focus ainda se ajustava em relação à pesquisa diária do Banco Central e aos indicadores realmente necessários para seus interesses e objetivos.

Enquanto as tabelas anteriores são construídas com base na pesquisa diária elaborada pelo Banco Central, as últimas tabelas, referentes também aos indicadores de Índice de Preços, são elaboradas através da mediana das expectativas das “Instituições TOP 5”. Essa categoria de análise se refere às projeções feitas por instituições que atuam no mercado financeiro<sup>14</sup> e que são classificadas baseadas no índice de acerto de suas projeções de curto, médio e longo prazo. Segundo o Banco Central, o Top 5 é um ranking elaborado para incentivar o aprimoramento da capacidade preditiva dos participantes da pesquisa e reconhecer seus esforços analíticos<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Bancos, gestoras de recursos, consultorias, empresas do setor que possuem equipes especializadas. [<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/focustop5ranking>]

<sup>15</sup> A nota explicativa do boletim informa que “as medianas das expectativas dos índices das Top 5 instituições são calculadas considerando-se os dados informados pelas instituições que receberam melhor pontuação. A pontuação é atribuída em função do grau de precisão das previsões apresentadas referentes aos quatro últimos meses. Cada dado de inflação desprezado implica em dois pontos negativos para a instituição, expressos nos erros quadráticos das previsões que a instituição informou, no último ou penúltimo dia anterior à publicação. Na hipótese de ausência

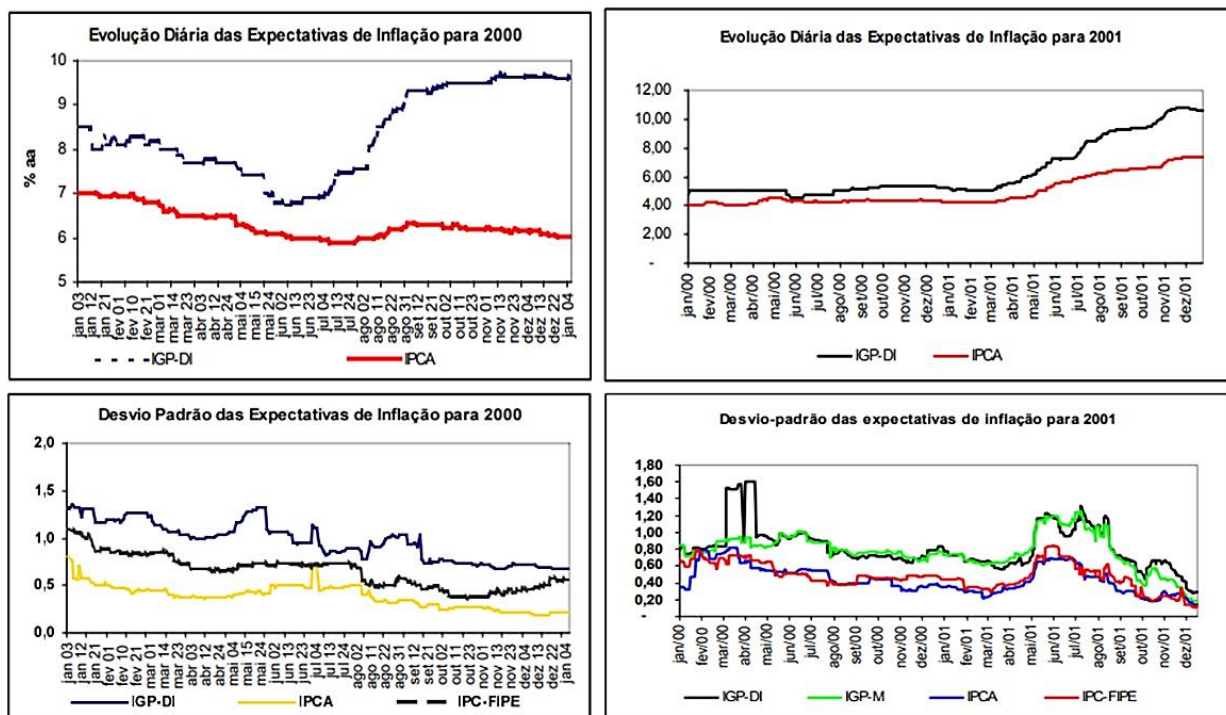
Inicialmente estas tabelas eram simples: os cinco indicadores (IGP-DI, IGP-M, IPC-Fipe, INPC, IPCA) eram analisados somente no mês atual e no posterior, bem como no ano atual e no posterior. Posteriormente sofre alterações tanto nos indicadores, que são reduzidos ao IGP-DI, IGP-M e IPCA, quanto nos períodos analisados, que agora são do ano atual e dois anos subsequentes sob modelos que fazem previsões de curto, médio e longo prazo.

Por fim, tem-se os gráficos referentes a expectativa da inflação. O primeiro demonstra a evolução da expectativa da inflação ao longo de determinado período, a partir do desenvolvimento do IGP-DI e IPCA. O gráfico é construído com base na expectativa publicada em cada BF ao longo dos últimos 12 meses (cerca de 4 relatórios publicados por mês) e sofre alterações em 2001, quando o período de análise se estende para 24 meses e o ponto de referência deixa de ser semanal e passa a ser mensal. O segundo gráfico é referente ao desvio padrão das expectativas de inflação com base em períodos – e alterações – similares ao gráfico anterior. Este gráfico é construído a partir da evolução dos indicadores IGP-DI, IPCA e IPC-Fipe em 2000 e insere o indicador IGP-M em 2001. É possível comparar as mudanças referidas na figura 3:

**FIGURA 3** – COMPARAÇÃO ENTRE AS EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO DO BOLETIM FOCUS DE 2001 E 2002

---

de dados para aqueles dias, à instituição é atribuída a penalidade de pior desempenho da amostra para o período”.



Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório Focus, publicados em 05/01/2001 e 04/01/2002.  
 [Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20010105.pdf> e  
<https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20020104.pdf>]

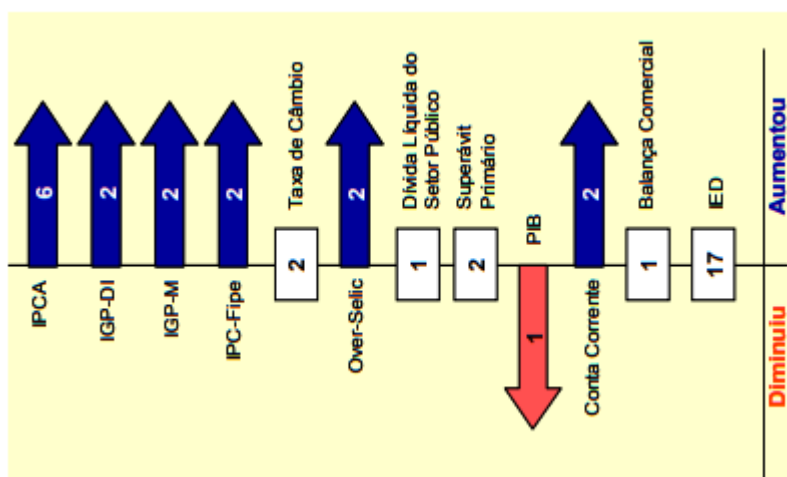
Além das mudanças que sugerem o desenvolvimento do BF, ao longo dos três anos iniciais é possível notar também o desenvolvimento da identidade do documento. A princípio o relatório é publicado somente com o título “Relatório Focus”, mas logo ganha uma representação visual de identificação ao topo do documento, que, por sua vez, foi alterada entre “Focus” e “Gerin” alguns vezes, até ser padronizada com o símbolo do Banco Central do Brasil seguido do título “Focus – Relatório de Mercado”.

Outro ponto interessante para o desenvolvimento da identidade do BF é a mudança da nota de rodapé do documento. As primeiras publicações continham uma mensagem de rodapé na última página que informava que “o conteúdo do documento é meramente informativo e que não restringe as ações de política monetária e cambial do Banco Central do Brasil”; e informava um e-mail para questões e comentários: [gci.bacen@bcb.gov.br](mailto:gci.bacen@bcb.gov.br). Após algum tempo o e-mail para contato foi substituído para um endereço de e-mail próprio do GERIN: [gerin@bcb.gov.br](mailto:gerin@bcb.gov.br). Pouco tempo depois o BF adotou uma estrutura visual bastante diferente e essa nota foi excluída, não havendo mais nenhum endereço de contato e nenhuma informação sobre o documento em si no decorrer do relatório

**A segunda versão:**

A nova estrutura do Boletim Focus aparece ainda no decorrer de 2003 e apresenta os indicadores somente através de tabelas e gráficos. O design foi padronizado e sofreu poucas e pontuais alterações no decorrer dos anos. A mudança entre a primeira estrutura descrita e esta nova, que será descrita a seguir, não foi rápida e direta. É possível identificar versões que foram testadas poucas vezes antes da padronização, como a figura 4<sup>16</sup> encontrada em uma busca esporádica entre os relatórios e não identificada dentre as amostras:

**FIGURA 4 – DEMONSTRAÇÃO DE UM MODELO ATÍPICO DO BOLETIM FOCUS, 2003.**



Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório Focus, publicados em 28/02/2003.  
 [Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20030228.pdf>]

Esta nova estrutura do BF é composta pela apresentação de tabelas de indicadores seguidas de gráficos que demonstram como esses indicadores agiram por um determinado período de tempo. A primeira tabela de expectativa de mercado se refere à inflação acumulada nos próximos 12 meses e mede a mediana agregada<sup>17</sup> dos indicadores IPCA, IGP-DI, IGP-M, IPC-Fipe auferidos no tempo de ‘quatro semanas atrás’, ‘uma semana atrás’, o dia da publicação (intitulado no gráfico por ‘hoje’), e o comportamento da variação dos indicadores auferidos nestes tempos, categorizados pelo aumento, diminuição ou estabilidade das expectativas nos parâmetros apresentados. Logo após a tabela, há um gráfico para cada indicador demonstrando visualmente seu desenvolvimento a partir dos resultados da coluna “hoje”. Esta nova estrutura pode ser vista na figura 5.

<sup>16</sup> Esta figura representa uma tentativa de resumir os indicadores e tornar seus comportamentos semanais mais visual e intuitivo. Este modelo foi publicado somente algumas vezes.

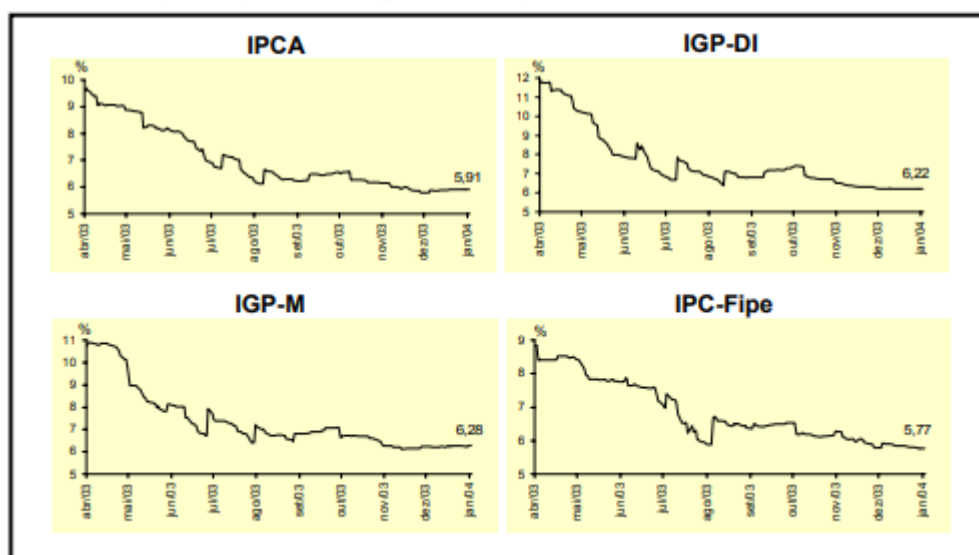
<sup>17</sup> O termo ‘mediana agregada’ nos diz que os dados ali compilados são o resultado da média de projeções de todos os agentes consultados pelo Banco Central para a produção do Relatório.

Esta implementação apresentada, aumenta de forma significativa o potencial analítico expresso no BF. Isto, porque a simples comparação entre as suas próprias expectativas de um indicador oferece ao relatório mais legitimidade e mais importância, pois ele se torna capaz de oferecer um panorama de expectativas mais completo e acertado e um resumo do comportamento de suas próprias variações de maneira clara.

**FIGURA 5 – NOVA APRESENTAÇÃO DE INDICADORES DE INFLAÇÃO DO BOLETIM FOCUS, 2004.**

Expectativas de Mercado				
Inflação acumulada nos próximos 12 meses				
Mediana - Agregado	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comportamento semanal*
IPCA (%)	5,88	5,90	5,91	▲ ( 1 )
IGP-DI (%)	6,21	6,22	6,22	= ( 3 )
IGP-M (%)	6,19	6,27	6,28	▲ ( 1 )
IPC-Fipe (%)	5,90	5,80	5,77	▼ ( 4 )

\* comportamento dos indicadores desde o último Relatório de Mercado; os valores entre parênteses expressam o número de semanas em que vem ocorrendo o último comportamento (▲ aumento, ▼ diminuição ou = estabilidade)



Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório Focus, publicados em 02/01/2004.  
[Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20040102.pdf>]

Seguindo esta mesma estrutura a próxima tabela apresenta as expectativas dos indicadores IPCA, IPC-Fipe, IGP-DI, IGP-M, Taxa de Câmbio e Over-Selic para o mês corrente e o mês posterior sob as mesmas variações: há 4 semanas, há 1 semana, hoje é comportamento semanal. Os gráficos desta tabela demonstram o percurso das expectativas de cada indicador ao longo dos últimos nove meses, comparando-as em relação aos resultados dos dois meses analisados.

A terceira tabela expõe vários indicadores: IPCA, IGP-DI, IGP-M, IPC-Fipe, taxa de câmbio – fim do período, taxa de câmbio -média do período, over Selic – fim do período, over

Selic – média do período, dívida líquida do setor público, superávit primário, PIB, conta corrente, balança comercial, investimento estrangeiro direto, preços administrados. Esta tabela abrange todos os indicadores analisados pelo BF, os analisa a partir das previsões das expectativas do ano corrente e do próximo ano e compara o comportamento das expectativas do último mês, com a última semana e o dia da publicação atual. Os gráficos referentes a esta tabela comparam o desempenho de cada indicador a partir das expectativas dos nove últimos meses.

As quatro últimas tabelas se referem as previsões da “*Top 5 Instituições*”, duas demonstram a média e outras duas, a mediana. Destas, duas analisam o comportamento das expectativas em relação ao próximo mês, e as outras duas, em relação ao próximo ano. Nesta seção, há dois gráficos referentes à primeira e à terceira tabela que fazem a análise comparativa dos meses em questão.

A primeira tabela expõe a mediana de curto prazo e analisa o desempenho das previsões do mês corrente e do mês posterior. A segunda, também de mediana, faz a análise de curto e médio prazo do ano corrente e do próximo. A terceira tabela demonstra a média e analisa o comportamento das expectativas no mês corrente e no posterior. E a última, que também demonstra a média, faz a análise de curto e médio prazo do ano corrente e do ano posterior.

O BF padronizado neste modelo, contou com poucas alterações em quase 15 anos de publicação. Logo em 2005, o indicador “over Selic” foi substituído por “meta da taxa Selic”. Em 2006, a primeira tabela dedicada à inflação acumulada nos próximos 12 meses foi substituída por um viés suavizado da inflação.

### **A terceira versão:**

A última mudança identificada do BF se inicia durante o ano de 2018, mas somente foi identificado em nossa amostragem em janeiro de 2019, e traz uma versão ainda mais compacta e técnica do relatório. O documento fica mais visual e faz uso de cores e tons para torná-lo mais intuitivo. As tabelas e os gráficos se tornaram compactos e ainda menos explicativos. As previsões, que no último modelo do BF havia se expandido do ano atual para mais um ano, agora se expandem para mais dois anos, sendo analisado o ano corrente, mais 3 anos à frente<sup>18</sup>.

A mais recente versão do BF é dividida em três seções. A primeira seção traz as

---

<sup>18</sup> Um exemplo: 2018 (ano corrente), + 2019, + 2020, + 2021.

mediana agregada das expectativas divididas sugestivamente em blocos de indicadores: a) IPCA, IPCA (atualizações dos últimos 5 dias úteis), PIB, taxa de câmbio – fim de período, meta da taxa Selic – fim de período; b) IGP-M, Preços Administrados, Produção Industrial; c) conta corrente, balança comercial, investimento direto no país; d) dívida líquida do setor público, resultado primário, resultado nominal. Os indicadores são analisados através das previsões do ano atual e os três anos subsequentes.

Para cada ano desta análise, a base comparativa continua sob a previsão de 4 semanas atrás, 1 semana atrás e a data da publicação, seguida do comportamento semanal, que expressa a variação das expectativas ao longo destas categorias temporais. Os gráficos que demonstram o desempenho das previsões ao longo dos anos de análise foram dotados de cores, uma cor específica para cada ano, seguindo as cores da tabela, além disso, os gráficos mostram os últimos doze meses de previsão. Outra novidade é que para cada variável respondida na pesquisa diária do BC, há agora o número de respondentes<sup>19</sup>. Pode-se perceber pela figura 6, como o design e a nova estrutura desta versão difere consideravelmente das versões anteriores:

FIGURA 6 – NOVO DESIGN DO BOLETIM FOCUS<sup>20</sup>, 2018.

Mediana - Agregado	2018					2019				
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *	Resp. **
IPCA (%)	3,71	3,69	3,69	= (2)	114	4,07	4,01	4,01	= (1)	112
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)	3,68	3,68	3,70	▲ (1)	27	4,03	4,03	4,00	▼ (1)	27
PIB (% de crescimento)	1,30	1,30	1,30	= (4)	66	2,53	2,55	2,53	▼ (1)	65
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,78	3,85	-			3,80	3,80	3,80	= (5)	94
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	6,50	-	-			7,50	7,13	7,00	▼ (3)	99
IGP-M (%)	8,74	-	-			4,44	4,25	4,30	▲ (1)	57
Preços Administrados (%)	6,95	6,50	6,50	= (2)	30	4,80	4,80	4,79	▼ (1)	30
Produção Industrial (% de crescimento)	1,99	1,89	1,91	▲ (1)	19	3,02	3,17	3,04	▼ (2)	19
Conta Corrente (US\$ bilhões)	-15,15	-15,00	-15,00	= (1)	29	-27,05	-26,50	-26,00	▲ (3)	29
Balança Comercial (US\$ bilhões)	58,00	57,10	-			53,40	52,00	52,00	= (1)	29
Investimento Direto no País (US\$ bilhões)	70,00	75,00	75,00	= (1)	28	77,20	79,50	79,50	= (1)	28
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	54,00	54,00	54,00	= (5)	24	56,50	56,40	56,70	▲ (1)	24
Resultado Primário (% do PIB)	-1,80	-1,80	-1,79	▲ (1)	29	-1,45	-1,40	-1,40	= (1)	29
Resultado Nominal (% do PIB)	-7,05	-7,00	-7,00	= (3)	23	-6,50	-6,50	-6,50	= (1)	23

Fonte: Banco Central do Brasil – Relatório Focus, publicados em 04/01/2018. [Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20190104.pdf>]

Na segunda seção, analisa-se a mediana agregada dos indicadores IPCA, IPCA (atualizações dos últimos 5 dias úteis), taxa de câmbio – fim de período, meta da taxa Selic e IGP-M para o mês corrente, os dois meses subsequentes e para os próximos 12 meses suavizada.

<sup>19</sup> A categoria ‘respondentes’ pode ser identificada na imagem apresentada por “Resp \*\*”, logo após o comportamento semanal em cada bloco temporal.

<sup>20</sup> Esta figura foi adaptada. Veja sua versão completa e sem recortes no anexo A.



Há um gráfico para cada indicador e todos analisam os últimos 12 meses de previsão.

A última seção é reservada para as previsões do Top 5 Instituições e é constituída por 3 tabelas: a) a mediana de curto prazo que analisa o mês corrente e os dois subsequentes, esta tabela apresenta gráficos; b) a mediana de curto prazo que analisa o ano corrente e os três subsequentes; a c) a mediana de médio prazo que analisa as previsões no mesmo intervalo de tempo que a anterior; estas duas últimas não dispõem de gráficos. Nesta seção, em todas as tabelas são analisados os mesmos indicadores: IPCA, IGP-M, Taxa de Câmbio e Meta Selic.

Estas alterações identificadas demonstram um caminho linear percorrido pelo Boletim Focus em direção a constituição de um documento cada vez mais técnico. Os aspectos gráficos se desenvolvem ao longo das três versões de maneira considerável. Isto torna o relatório cada vez mais conciso, através da exclusão dos elementos textuais e da junção de informações em gráficos; e intuitivo, com a organização dos indicadores em blocos em uma só tabela, com a inserção de categorias capazes de sintetizar a organização – e a validade – dos dados das tabelas (como a categoria de comportamento semanal) e com a inserção de cores para a organização dos blocos temporais de uma mesma tabela.

Quanto aos aspectos cognitivos, referentes ao desenvolvimento do BF enquanto um instrumento que possui função bem definida e precisa divulgar dados suficientemente responsáveis a seus usuários, as mudanças se mantiveram constantes até que fosse possível conceber um relatório construído e tecnicamente funcional. As mudanças sofridas neste processo vão desde a inserção, exclusão e adaptação dos indicadores, que demonstram uma adequação do BF aos seus interesses e interessados, bem como demonstra o alcance de um relatório capaz de exercer com eficiência sua função; à adaptação e inserção de novos períodos de análise, que apresenta um desenvolvimento notável, partindo da previsão de um mês e ano, para a previsão de três anos subsequentes e apresentando a variação de suas próprias expectativas para determinado período com cada vez mais rigor, uma vez que as compara, atualmente, em três categorias.

Um ponto importante a ser destacado, refere-se ao aumento da capacidade de previsão do BF. Embora não seja um ponto discutido ao longo deste trabalho, o fato de o relatório divulgar expectativas futuras longínquas é bem recebido e utilizado por seus leitores, uma vez que lhes dá noção sobre o cenário econômico brasileiro e lhes permitem – e impulsionam – agir de acordo com as expectativas. Assim, o avanço da previsão do BF para o ano posterior, como feito inicialmente, para o ano corrente e os três subsequentes, como é divulgado atualmente, é capaz de atuar de maneira profunda nas atividades econômicas.

Estes apontamentos nos direcionam para o entendimento de um Boletim Focus atual que apresenta uma estrutura previamente pensada e temporalmente construída. Este produto final identificado ao longo da análise, encaminha para um documento legítimo do Banco Central, que foi capaz de inserir e popularizar o conceito de expectativas na dimensão econômica de forma prática e de se construir enquanto documento responsável por auxiliar na definição de taxas de juros capazes de manter a inflação estável.

Além dos processos graduais que lhe atribuíram grande valor, o BF é valorizado pelo modo como se dá seu funcionamento. Vale ressaltar que o Boletim Focus é um produto organizado pelo GERIN – o departamento de relacionamento com investidores –, e que suas expectativas são capazes de dar voz às instituições e aos analistas que se ocupam de contribuir com as previsões. A medida em que o BF se torna mais técnico e legítimo, as instituições se tornam também, pois são elas as fontes implícitas de cada relatório semanal, assim, na mesma medida em que o BF recebe notoriedade e confiança, as instituições também garantem sua eficiência e sua promoção.

Outro ponto que merece destaque é a insuficiência de informações sobre os métodos e os processos que mediam a construção do relatório em si e as instituições que fornecem os dados. Algumas informações sobre questões metodológicas são fornecidas no site do Banco Central, mas elas são poucas, técnicas e ininteligíveis para a linguagem popular, constituídas de fórmulas econômicas não explicadas. Isto se dá por uma razão clara, somente técnicos precisam – e, conseqüentemente, podem – ter acesso e compreendê-las, o que vai de encontro com o argumento de que há, cada vez mais, um deslocamento direcionado para a técnica, como mencionado por Rodrigues (2014), no capítulo anterior.

Observar o modo como o boletim se constrói ao longo dos anos direcionado para uma abordagem mais técnica e menos descritiva, juntamente com as informações metodológicas de caráter estritamente técnico disponíveis publicamente, nos leva também a perceber um processo capaz de criar um ambiente essencialmente especializado, em que as informações que circulam, seja qual for a direção, podem parecer codificadas, pois não são compreensíveis para uma grande parcela da sociedade.

Este fenômeno torna-se bastante curioso, visto que o BF passou a ser um documento legítimo, fonte de dados especializados e divulgado quase que diariamente em grandes veículos de comunicação, características que implicam em uma grande influência na vida econômica – e na não-econômica também – do país, e que, no entanto, não oferece formas claras de compreendê-lo. Suas expectativas, provenientes de diversas instituições financeiras, e tornaram

legítimas o suficiente para serem utilizadas sem questionamentos, dúvidas e compreensão.

### **2.3 INTERSEÇÕES ENTRE AS ATAS E OS BOLETINS**

As atas das reuniões do Comitê de Política Monetária constituem uma fonte rica de informações. Elas tratam de diversos assuntos relacionados à economia brasileira e internacional, como importação, exportação, mercado de trabalho, taxa de desemprego, dívida externa, interna e mobiliária, inadimplência e crises internacionais. Esses assuntos aparecem e são substituídos de forma gradativa no decorrer das atas e esse comportamento tem grande potencial analítico se combinado com questões e/ou objetos de análise.

Para este trabalho, as atas foram analisadas através dos sumários apresentados, do número de páginas, dos objetivos divulgados, das menções às pesquisas, ao GERIN e ao Boletim Focus, de suas versões e de sua argumentação no decorrer do texto. Com esta análise tem-se como objetivo identificar convergências entre as reuniões do COPOM e o Boletim Focus.

De 1998 a 2019, três modelos de atas foram identificados. O primeiro modelo corresponde à primeira publicação da ata de uma reunião do COPOM e data o mês de janeiro de 1998; e foi usado ao longo de 6 anos e passou por pequenas e constantes alterações. Esta versão era densamente descritiva e apresentava discussões diferentes de reunião para reunião. Essas características demonstram um processo de aprendizado e desenvolvimento das reuniões até sua maturação, quando se chega na segunda versão.

O segundo modelo foi identificado na ata de janeiro de 2004 e trouxe mudanças em sua estrutura e organização. A ata passou a ser padronizada e organizada em tópicos, os assuntos discutidos eram regulares, com poucas alterações apresentadas. Estas características demonstram uma ata mais técnica e direcionada. Este modelo foi publicado até 2016, perfazendo 13 anos de publicação.

O terceiro modelo, identificado na ata de janeiro de 2017, apresenta um sumário, uma estrutura e um design completamente diferentes. As pautas são reelaboradas, os títulos são rigidamente padronizados, a discussão da ata é diminuída, tornando-se uma ata mais concisa e direta, a discussão continua a se estabelecer em tópicos e tem-se a inserção de cores na ata. Em relação aos anos em que os novos modelos de atas foram identificados, 2004 e 2017, e suas características, é possível perceber a proximidade com as mudanças identificadas no BF, em 2004 e 2019.

As atas do COPOM refletem as análises da Diretoria Colegiada do Banco Central sobre

a evolução recente e as perspectivas da economia brasileira e internacional no contexto do novo regime de política monetária, cujo objetivo é atingir as metas fixadas pelo Conselho de Política Monetária para a inflação. Por isso, é importante analisar as pautas discutidas, bem como o conteúdo presente em cada assunto.

### Primeira versão:

O sumário das atas em sua primeira versão sofreu muitas alterações de publicação para publicação, o que reflete um movimento compreensível de aprendizado das temáticas mais importantes para a decisão monetária. Na figura abaixo é possível ver como as mudanças de temáticas se assemelham a um processo de tentativa e erro em busca de uma estrutura qualificada:

**TABELA 1 – COMPARAÇÃO DAS PAUTAS DO COPOM DURANTE A PRIMEIRA VERSÃO DAS ATAS**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Preço e nível de atividade	x	x				
Agregados monetários e créditos	x					
Finanças públicas	x					
Balanço de pagamentos	x	x				
Ambiente externo	x	x	x	x	x	x
Evolução do mercado de câmbio	x	x				
Reservas internacionais	x	x				
Liquidez bancária	x	x				
Mercado monetário e operações de mercado aberto	x		x	x	x	x
Diretrizes de política monetária	x	x	x	x	x	x
Demanda e ofertas agregadas			x	x		
Preços			x	x	x	x
Avaliação prospectiva das tendências de inflação			x	x	x	x
Atividade econômica					x	x
Glossário					x	x

Elaborado pela autora.

Este conjunto de atas reflete de forma clara a fase de construção das reuniões do COPOM. Nos dois anos iniciais, as atas são extensas e descritivas, oferecem um panorama completo sobre os assuntos que se propõe a discutir e para embasar os dados mencionados utiliza de pesquisas de grandes órgãos, como a Confederação Nacional da Indústria (CNI), a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (FIESP), a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP), a Fundação Getúlio Vargas (FGV), a Associação Comercial de São Paulo (ACSP), o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) entre muitos

outros.

Nos anos de 1998 e 1999 não há menção de pesquisas próprias do Banco Central, somente em 2000 se menciona, pela primeira vez, uma pesquisa realizada pelo Banco Central e é feito o uso das expectativas de analistas para os principais índices de preços e de suas previsões sobre a inflação. Não é mencionado o nome da pesquisa e nem o órgão responsável por ela, mas pode-se supor que esta pesquisa já se trate da Pesquisa de Expectativa de Mercado, que foi iniciada em maio de 1999 como parte da transição para o regime de metas inflacionárias e que mais tarde se tornaria o Boletim Focus. A partir de então, o uso das expectativas dos indicadores coletadas pela pesquisa do Banco Central se torna constante.

Na amostragem de 2002, as atas passam a demonstrar, de maneira intensa, a importância das previsões dos indicadores e da percepção dos “agentes econômicos” para a decisão da política monetária. Em 2002, especificamente, foi citado o Grupo de Comunicação Institucional<sup>21</sup> do Banco Central como fonte de dados seguros para construir a reunião.

Até 2002, os chefes de departamento que compareciam à reunião do COPOM, juntamente com a diretoria do BC, eram restritos ao Departamento Econômico (DEPEC), Departamento de Operações das Reservas Internacionais (DEPIN), Departamento de Estudos e Pesquisas (DEPEP), Departamento de Operações Bancárias e de Sistemas de Pagamentos (DEBAN), Departamento de Operações de Mercado Aberto (DEMAB). Em 2003, tem-se um novo membro presente à mesa, o diretor da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (GERIN). Este órgão é responsável pela publicação do Boletim Focus, como já apresentado em momentos anteriores, e mais tarde se tornaria um novo departamento do Banco Central, denominado “Departamento de Relacionamento com Investidores e Estudos Especiais”. Bem como em sua participação à mesa, na ata de 2003, a GERIN aparece pela primeira vez trazendo as expectativas das instituições “Top 5”.

A Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores do Banco Central foi criada em abril de 1999, faz parte do arcabouço do regime monetário de metas para a inflação e é responsável pela Pesquisa de Expectativa de Mercado. Segundo o site do Tesouro Nacional<sup>22</sup>, a GERIN tem como objetivo aperfeiçoar a comunicação entre o Banco Central do Brasil e o

---

<sup>21</sup> Este grupo foi citado poucas vezes e supostamente os dados que ele oferecia não se tratava dos dados de expectativas, mas sim de dados gerais de diversas pesquisas sobre o país.

<sup>22</sup> Artigo sem data e sem autor, disponível no link <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/relacionamento-institucional>>

setor privado, disponibilizando informações sobre diversos aspectos da economia brasileira, em especial sobre as políticas econômica e monetária. Sua atuação tem foco nos investidores domésticos e externos. Esta definição é particularmente importante para entender as relações por trás da manutenção do Boletim Focus, mas esse recorte analítico não será adentrado neste trabalho.

### Segunda versão:

A segunda versão das atas é identificada em janeiro de 2004. O novo modelo, que foi utilizado por cerca de 13 anos, é construído em tópicos e segue uma estrutura padronizada. Através do sumário das atas de 2004 a 2016 é possível perceber que as pautas das reuniões sofreram poucas alterações, sendo que de 2006 a 2014, com exceção de 2010, os sumários foram idênticos.

**TABELA 2 – COMPARAÇÃO DAS PAUTAS DO COPOM DURANTE A SEGUNDA VERSÃO DAS ATAS**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Evolução recente da inflação	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Avaliação prospectiva das tendências da inflação	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Implementação da política monetária	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Atividade econômica	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Mercado de trabalho	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Crédito e inadimplência	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Ambiente externo	x	x	x	x	x	x		x	x	x	x		
Setor externo	x												
Mercado monetário e operações de mercado aberto	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Comércio exterior e reservas internacionais		x	x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Inflação			x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Expectativa e sondagens			x	x	x	x	x	x	x	x	x		
Economia mundial							x						

Elaborado pela autora.

É importante notar que nas alterações do sumário há pautas semelhantes que sugerem que o título da discussão somente foi substituído por sinônimos, tanto nesta segunda versão quanto na primeira, como: setor externo, ambiente externo e economia mundial, ou ainda preços e nível de atividade, preços e inflação. Não buscamos compreender este fenômeno neste trabalho, apenas objetivamos apresentar fielmente as mudanças para caracterizar o processo de maturação que as atas passaram até conquistarem uma versão capaz de permanecer ao longo do tempo, processo este, semelhante ao do Boletim Focus.

No decorrer destas atas padronizadas e organizadas em tópicos enumerados, em contraste com a versão anterior, são encontradas passagens que demonstram a posição do COPOM quanto ao percurso que a política monetária deve seguir, como “o Copom avalia que

a política monetária deve contribuir para a consolidação de um ambiente macroeconômico favorável em horizontes mais longos”, “o Copom enfatiza que o principal desafio da política monetária nesse contexto é garantir que os resultados favoráveis obtidos nos últimos anos sejam preservados”, “o Copom reitera a visão de que, para a inflação brasileira, um cenário alternativo de desaceleração mundial mais intensa e generalizada apresentaria fator de risco de sinal ambíguo” e “(...) ainda assim, a política monetária deve manter postura cautelosa, visando assegurar a convergência da inflação para a trajetória de metas, a despeito de haver margem para um processo de flexibilização”.

Estas passagens vão de encontro com as teorias apresentadas por Nader (2018) no capítulo 2 deste trabalho (página 23), quando se organiza distintas teorias que argumentam haver uma convenção em torno da decisão da taxa de juros que implicam em uma atuação conservadora.

Diferente das atas da primeira versão, nesta nova configuração de reunião a posição do COPOM é inserida de forma clara. É importante ressaltar que o COPOM tem uma função muito valiosa no sistema financeiro do país e que seu posicionamento interfere fortemente em vários setores da economia e das finanças, por isso, é importante também compreender essa “posição” em meio a conjuntura econômica e social que o país enfrenta em determinada época, como já tem feito vários autores brasileiros que se dedicam a esse debate.

Nos anos em que este modelo está em vigor, o GERIN aparece de forma padronizada em todas as atas informando o comportamento e as previsões das expectativas para a Taxa de Câmbio, a Taxa Selic, o IPCA e a Inflação.

### **Terceira versão:**

A terceira versão, identificada em janeiro de 2017, apresenta uma estrutura e um design radicalmente diferente. As atas se tornam mais curtas, saindo da média de 9 páginas de discussão para 3 nesta nova versão; mais concisas, organizando sua discussão em quatro pautas e as tornando breve; passam a ser disponibilizadas no formato *pdf*<sup>23</sup>, a ser publicadas com uma capa e uma folha de apresentação antes de iniciar a discussão e, contam com um design novo, com o uso de cores e uma imagem padronizada de fundo que remete ao Banco Central, além disso, elas se tornam mais direcionadas ao debate e mais técnicas. Seu sumário é otimizado e

---

<sup>23</sup> A primeira ata disponibilizada neste formato foi identificada na amostragem em janeiro de 2017.

padronizado, e as pautas sofrem uma modificação interessante:

**TABELA 3 – COMPARAÇÃO DAS PAUTAS DO COPOM DURANTE A TERCEIRA VERSÃO DAS ATA**

	2017	2018	2019
Atualização da conjuntura econômica e do cenário básico do COPOM	x	x	x
Riscos em torno do cenário básico para a inflação	x	x	x
Discussão sobre a condução da política monetária	x	x	x
Decisão de política monetária	x	x	x

Elaborado pela autora.

Nas duas primeiras pautas, se estabelece uma discussão acerca da conjuntura econômica recente com o uso de fontes de pesquisas e indicadores divulgados. A terceira pauta é construída a partir do ponto de vista dos membros COPOM sobre temas abordados nas primeiras pautas, como: a evolução da atividade econômica, a conjuntura internacional e expectativas de inflação; e, sobre questões referentes à própria discussão da reunião, como: as decisões da última reunião, as avaliações sobre os movimentos com a taxa de juros e indicativos de novos passos que sejam capazes de promover um aumento das atividades econômicas e retomar a trajetória do desenvolvimento brasileiro. A quarta pauta resume em poucos tópicos a decisão da taxa de juros a partir da discussão feita em momento anterior da ata.

Esta nova configuração da ata é completamente diferente das anteriores e apresenta mudanças cognitivas importantes para a atualização da compreensão da reunião do COPOM. Uma mudança que chama a atenção é a inserção de uma pauta de discussão sobre a condução de política monetária em que o COPOM avalia os dados e as perspectivas para o futuro da economia brasileira e se posiciona de maneira clara e curta sobre alguns destes assuntos de maneira semelhante às versões anteriores. No entanto, não discute sobre aspectos políticos desta decisão. O que demonstra uma mudança superficial, que somente organiza e sintetiza o que já era feito anteriormente.

Em 2017, o GERIN ainda está presente na reunião, mas nos anos seguintes já não é um membro que compõe a mesa. Além disso, nessa nova versão de ata não há menções ao GERIN, como representante das pesquisas elaboradas pelo Banco Central. As menções são feitas diretamente ao Boletim Focus, pela primeira vez, mas não há alterações nos dados observados, ou seja, são analisados os comportamentos e expectativas dos mesmos indicadores analisados pelo GERIN nos últimos anos.

A exclusão do GERIN na reunião se dá através da circular nº 3.868, de 19 de dezembro de 2017. Nesta circular, entre outras coisas, há algumas alterações pontuais entre os atores presentes na reunião do COPOM. Esta, em comparação com a circular nº 3193, de 11 de junho



de 2003, tem-se a inclusão do Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos (DEBAN) e a substituição da Gerência-Executiva de Relacionamento com Investidores (GERIN), responsável por levar à reunião as expectativas gerais para variáveis macroeconômicas, pelo Departamento de Assuntos Internacionais (DERIN); bem como, a reorganização das atribuições e competências dos Departamentos. Com o novo regulamento, a responsabilidade do GERIN de apresentar as expectativas dos indicadores é atribuída ao DEPEC.

Desta forma, a exclusão do GERIN não implica no uso do BF. As atribuições do DEPEC, por sua vez, ao comparar a circular de 2003 para a 2017, se altera da conjuntura doméstica, abrangendo inflação, nível de atividade, agregados monetários, finanças públicas e balanço de pagamentos, para apresentar uma síntese da conjuntura econômica doméstica e as expectativas dos analistas para variáveis macroeconômicas. Ou seja, sua primeira atribuição já correspondia em apresentar pesquisas sobre a conjuntura econômica. Com a alteração, o DEPEC continua responsável por essa tarefa e é designado também a apresentar as expectativas dos analistas expressas no Boletim Focus, que era anteriormente atribuído pelo GERIN.

Outro ponto a ser destacado é que o GERIN era responsável somente por esta tarefa: apresentar as expectativas dos analistas, ou seja, apresentar o Boletim Focus. Além disso, vale notar que no mesmo período em que o GERIN perde sua presença na reunião de apresentação de dados para a Diretoria Colegiada no COPOM, ele também perde a citação direta de seu trabalho e o Boletim Focus aparece, pela primeira vez, como relatório legítimo de fonte de dados. Não nos cabe tentar entender este fenômeno, visto que ele pode estar permeado por inúmeras questões que não estão em nosso alcance, a construção deste apontamento é feita somente para fins descritivos.

Este processo histórico das atas do COPOM reflete processos contínuos que construíram a estrutura atual da reunião para a decisão da taxa de juros, bem como nos dá pistas para avançar na identificação de processos subjacentes à decisão da taxa de juros. O processo que ilustra o desenvolvimento do COPOM é bastante parecido com o do BF, tanto no formato e número de suas versões, quanto no caráter técnico que vai tomando ao longo do tempo.

Embora as atas do COPOM tenham sofrido alterações em sua organização e imagem, a sua estrutura textual e as passagens que refletem a argumentação sobre a decisão da taxa de juros ainda são consideravelmente semelhantes nas três versões, o que demonstra apenas uma mudança superficial e não substancial.

Para a melhor compreensão desta composição, outro ponto importante para este trabalho

é a relação entre a expectativa dos analistas sobre a taxa Selic necessária para conter a inflação, expressa pelo Boletim Focus, e a decisão da taxa de juros da reunião do Comitê de Política Monetária. Assim, interessa saber se há convergência entre as expectativas e as decisões monetárias.

## **2.4 AS EXPECTATIVAS E A DECISÃO DA TAXA DE JUROS**

Esta seção busca comparar as expectativas sobre a taxa de juros divulgadas no Boletim Focus e a decisão da taxa de juros tomada pelo Comitê de Política Monetária. Esta comparação tem o objetivo de avaliar se há convergências entre os dois documentos no que se refere a decisão da taxa de juros.

Para esta comparação foram coletados dados e organizados em três categorias: a) as taxas de juros decididas pelo COPOM nas reuniões e expressas nas atas amostradas neste trabalho, b) as expectativas da Meta da Taxa Selic (a.a.%) para o mês posterior divulgadas nos boletins Focus que foram publicados anteriormente a cada reunião do COPOM analisada, e c) as expectativas da Meta da Taxa Selic (fim de período, a.a.%) para o ano posterior divulgadas nos boletins Focus que foram publicados um ano antes de cada reunião do COPOM analisada.

Estas categorias visam comparar as expectativas do ano anterior para o ano corrente (c) e as expectativas da semana corrente para o próximo mês (b). A dimensão temporal das expectativas coletadas se refere a cada reunião do COPOM a que elas serão comparadas, como pode ser vista na tabela 4. Assim, tem-se a diferença entre a taxa de juros decidida pelo COPOM para os próximos 45 dias e a expectativa divulgada no último BF sobre o mesmo período (a - b), e a diferença entre a taxa de juros decidida pelo COPOM e a expectativa do ano anterior para o mesmo período (a - c).

Para este recorte analítico, foi analisado a taxa Selic decidida na primeira ata do COPOM de cada ano, de 1998 a 2019 e devido a fins metodológicos foram excluídos os primeiros 4 anos de publicação do BF e 7 das atas do COPOM.

Foram excluídos da análise os anos em que o COPOM e o BF não se referiam à taxa Selic da mesma forma, o que aconteceu de 1998 a 2004 por motivos diferentes. Nos anos de 1998 e 1999, as taxas discutidas pelo COPOM se referiam à Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN) e à Taxa Básica do Banco Central (TBC), nesses anos ainda não haviam menção à taxa Selic. Em 2000, as taxas anteriores são substituídas pela taxa Selic nas atas do COPOM, no entanto, nos anos de 2000, 2001 e 2002 a consulta do COPOM às pesquisas realizadas pelo Banco Central são referentes aos índices de preços para análise da inflação, pois,

até o momento, não havia expectativas referentes à taxa Selic no Boletim Focus.

A menção à Selic no Boletim Focus se inicia em 2003 e 2004, através da introdução das expectativas dos analistas para a “Over Selic”<sup>24</sup>. Esta fórmula da taxa Selic não interessa para este trabalho, por isso estes anos também foram excluídos. No entanto, a título de informação, nestes anos a amostragem demonstra a decisão da Taxa Selic feita pelo COPOM em discordância com as expectativas do BF. Em 2003, a expectativa do BF para o Over Selic foi de 22.48% na publicação anterior à reunião do COPOM e a taxa decidida pela diretoria colegiada foi de 25.5%, se afastando em cerca de 3 pontos positivos da expectativa. Em 2004, a expectativa dos analistas para o Over Selic foi de 16% e a decisão do COPOM foi de 16.5%.

A expectativa para a meta da Taxa Selic foi identificada na amostragem dos boletins Focus, pela primeira vez, em janeiro 2005. Esta análise abrange os anos entre 2005 e 2019, perfazendo o período de 15 anos. Nestes 15 anos de amostragem, houve um alinhamento entre as expectativas da taxa Selic, no último BF publicado antes da reunião do COPOM, para o mês posterior (b) e a decisão da taxa Selic pelo COPOM. Somente em 4 anos, 2009, 2014, 2016 e 2017, as decisões do COPOM não seguiram a expectativa da taxa de juros divulgado no BF. Nos 11 anos restantes, o COPOM definiu a taxa Selic exatamente a mesma das expectativas do BF para o mês corrente.

**TABELA 4 – COMPARAÇÃO ENTRE AS EXPECTATIVAS SOBRE A TAXA SELIC E AS DECISÕES REAIS PELO COPOM, 2005 A 2019.**

ANO	NÚMERO DA REUNIÃO DO COPOM DE REFERÊNCIA	EXPECTATIVA DA META SELIC (FIM DE PERÍODO a.a.%) NO BOLETIM FOCUS PUBLICADO EXATAMENTE 1 ANO ANTES DA REUNIÃO DO COPOM	EXPECTATIVA DA META SELIC (a.a.%) NO ÚLTIMO BOLETIM FOCUS PUBLICADO ANTES DA REUNIÃO DO COPOM	TAXA DE JUROS DECIDIDA PELO COPOM NA REUNIÃO	DIFERENÇA ENTRE A TAXA DE JUROS DECIDIDA E A EXPECTATIVO DO ANO ANTERIOR	DIFERENÇA ENTRE A TAXA DE JUROS DECIDIDA E A EXPECTATIVA DA SEMANA ANTERIOR
2005	104º	*Over Selic	18,25	18,25	x	0,00
2006	116º	14,25	17,25	17,25	3,00	0,00
2007	124º	13,63	13,00	13,00	-0,63	0,00
2008	132º	10,5	11,25	11,25	0,75	0,00
2009	140º	10	13,25	12,75	2,75	-0,50
2010	148º	10,75	8,75	8,75	-2,00	0,00
2011	156º	11	11,25	11,25	0,25	0,00
2012	156º	11	10,50	10,50	-0,50	0,00
2013	172º	10,25	7,25	7,25	-3,00	0,00
2014	180º	8,25	10,25	10,50	2,25	0,25
2015	188º	11,5	12,25	12,25	0,75	0,00
2016	196º	11,5	14,75	14,25	2,75	-0,50
2017	204º	12,75	13,25	13,00	0,25	-0,25
2018	212º	9	6,75	6,75	-2,25	0,00
2019	220º	8	6,50	6,50	-1,50	0,00

<sup>24</sup> O Over Selic é a média ponderada de todas as operações feitas no Sistema SELIC, lastreadas em Títulos Públicos Federais.

Elaborado pela autora.

Tanto a expectativa da taxa Selic para o mês corrente quanto a decisão da taxa feita pelo COPOM foram de 18,25% em janeiro de 2005, 17,25% em janeiro 2006, 13% em janeiro de 2007, 11,25% em janeiro de 2008, 8,75% em janeiro de 2010, 11,25% em janeiro de 2011, 10,5% em janeiro de 2012, 7,25% em janeiro de 2013, 12,25% em janeiro de 2015, 6,75% em fevereiro de 2018 e 6,5% em fevereiro de 2019.

Para os anos de em que as expectativas e as decisões não foram similares, a diferença entre as taxas foi mínima. Nas 4 vezes em que este comportamento ocorreu na amostragem, 2 vezes a diferença foi de 0,25% e nas outras 2, a diferença foi de 0.50%, a saber, em janeiro de 2009 a expectativa foi de 13,25% e a decisão foi 12,75%, em janeiro de 2014, a expectativa foi de 10,25% e a decisão foi 10,50%, em janeiro de 2016 a expectativa foi de 14,75% e a decisão foi 14,25%, e em janeiro de 2017 a expectativa foi de 13,25% e a decisão foi 13%.

Por outro lado, a relação entre a decisão da Taxa de Selic e as expectativas do ano anterior para o mesmo período (a - c), não demonstra correlação considerável. No entanto, esta expectativa ainda é um dado que possui capacidade de projetar ações que visam alcançar determinado cenário futuro. Então, mesmo que a correlação não seja clara nesta análise, a partir de uma análise mais rigorosa pode-se identificar uma relação implícita entre as expectativas de longo prazo que o mercado constrói e um movimento que valida estas expectativas e é capaz de concretizá-las, a partir do COPOM.

Estes dados permitem compreender a relação entre o COPOM e o BF muito além dos aspectos já construídos acima, eles são capazes de demonstrar que ambos os documentos se inter-relacionam de maneira direta no que tange a taxa de juros, mesmo que, explicitamente, essa relação não seja clara.

Além disso, retomando a discussão de que por trás do relatório de mercado legítimo e seguro há a representação implícita de inúmeras instituições participantes do mercado financeiro que possuem voz na previsão das expectativas divulgadas pela sociedade, tem-se uma percepção de caráter funcional para a submissão do COPOM na mesa decisória: o COPOM passa a ser, assim como o BF, um agente mediador entre as instituições financeiras e as decisões monetárias. Construindo assim, uma relação acordada entre ambos os atores, para benefício comum.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

As taxas de juros já eram referência fundamental no capitalismo financeiro, logo quando ele se iniciou, na década de 1970, nos países desenvolvidos. Naquele cenário, fica claro o modo como era utilizado diversos meios para influenciar a taxa de juros e obter valorização constante. A busca intensa por essa valorização financeira engendrou uma série de processos políticos, econômicos e sociais em países subdesenvolvidos e, em 1980, chegaram ao Brasil.

O processo político-econômico que originou o Tripé Macroeconômico é uma consequência da onda neoliberal e financeira que se instaurou no país. Ao longo deste trabalho, foram apresentadas pesquisas que demonstram o modo como as crenças no Tripé são consolidadas a partir de convenções que beneficiam diretamente atores do sistema financeiro nacional através do conservadorismo na decisão da alta taxa de juros (BRESSER E NAKANO, 2002; NAKANO, 2006; MODENESI, 2008, apud NADER, 2018).

Assim, a taxa de juros, no Brasil e no decorrer de 40 anos, ainda possui uma função orquestrada em meio ao jogo das finanças e por isso é necessário compreender a arena decisória da taxa de juros. A análise dos dirigentes do Banco Central do Brasil, que constituem também a mesa decisória do COPOM, demonstrou as profundas – e distintas – relações entre as pessoas que ocupam os cargos de diretores no BC (MORAES, 2005; CODATO, 2016 apud RIBEIRO, 2017; OLIVIERI, 2007; NOVELLI, 2001 apud RODRIGUES, 2014), bem como demonstrou a utilidade implícita da passagem por órgãos decisórios governamentais (OLIVIERI, 2007), fator que reforça a condição do Banco Central como órgão que permite, de alguma maneira, que os interesses pessoais se manifestem na arena decisória através de interlocutores.

Assim, o COPOM passa a ser um objeto indispensável para a compreensão da decisão da taxa de juros e suas atas são utilizadas com o objetivo de fornecer informações sobre como se dá a tomada de decisão e sobre o uso do Boletim Focus, que é o objeto analítico principal deste trabalho.

Os resultados obtidos na análise demonstram que as mudanças do BF ocorrem em períodos próximos às do COPOM e que as mudanças se coincidem, partindo de uma análise descritiva para uma versão cada vez mais técnica. Do mesmo modo, as decisões sobre a taxa de juros se alinham entre os dois documentos, o que indica forte impacto do BF nas reuniões do COPOM. Já partindo do COPOM, as atas apresentam um grande grau de conservadorismo em todas as suas versões e ainda assim, decidem pelas taxas de juros definidas pelo BF, o que demonstra grande grau de alinhamento implícito por trás de ambos os documentos.

Ao considerar que o Boletim Focus é um documento que tem como função organizar as

previsões de indicadores fornecidos por instituições que atuam no mercado financeiro, pode-se dizer que o relatório atua como um porta-voz destas instituições, cujos métodos e interesses são, por sua vez, desconhecidos. É importante ressaltar que quando se fala do BF, fala-se necessariamente de um instrumento criado pelo Banco Central enquanto autoridade monetária governamental. Por isso, quando o COPOM passa a decidir constantemente a taxa de juros como exatamente a mesma que a divulgada pelo BF na publicação anterior à reunião, ele passa também a decidir pela taxa de juros que as instituições do mercado financeiro divulgam.

Construindo este argumento sob outra perspectiva, a mesa do COPOM é constituída por inúmeras relações de interesses públicos e privados explícitas através da relação do Banco Central com grupos financeiros privados nacionais e internacionais. Ainda, a questão da proporção de profissionais do mercado na diretoria do BC demonstra como a passagem entre ambos os lados é alinhada e facilitada por relações pessoais, interesses de carreira ou afinidades ideológicas e mantido através de ligações informais. Estes dados demonstram a proximidade que alguns dirigentes podem ter tanto no processo de formulação do Boletim Focus quanto na decisão da reunião do COPOM.

Essa interseção identificada entre o BF e o COPOM atribui ao Boletim Focus a características de um dispositivo do mercado que além de cumprir sua função – que é demonstrar o desenvolvimento da inflação e apresentar expectativas de uma meta para a taxa de juros que seja capaz de controlá-la –, atua juntamente com normas, regras, órgãos e convenções para garantir determinado funcionamento que, por sua vez, é pautado em interesses.

A alta taxa de juros presente no Brasil, que configurou durante algum tempo a maior taxa de juros do mundo, por exemplo, foi legitimada através das reformas financeiras que constituíram o Tripé Macroeconômico. Ao longo deste trabalho, foi demonstrado como o Tripé tem sido danoso ao crescimento e desenvolvimento do país e, como as altas taxas de juros foram justificadas e aceitas a partir do medo do retorno dos tempos inflacionários, que já não nos ameaçam, e da crença de que somente o tripé pode manter a economia brasileira saudável, o que não aconteceu.

Essas crenças de que um determinado funcionamento deve prevalecer é concebido neste trabalho como ‘convenções’, conceito do economista Fábio Erber que inaugurou uma linha de pesquisa sobre a política monetária do Brasil. As convenções são um modo de pensar um conjunto de crenças, instrumentos e métodos que são articulados para criar um cenário propício a quem lhe interessa.

Neste trabalho, tanto a compreensão do Tripé Macroeconômico quanto as justificativas

conservadoras que mantiveram por anos a alta taxa de juros, se configuram como convenções, como apresentado no segundo capítulo. Como dispositivos dessa convenção, tem-se, a partir das análises deste trabalho, o Boletim Focus que tem sido porta-voz das instituições do mercado financeiro e o COPOM que durante certo período desta análise foi submisso às expectativas do BF, possibilitando assim, que os interesses engendrados na constituição do BF se configurassem em política monetária.

Essas convenções estabeleceram, para além de um senso comum, um processo hegemônico sobre as finanças, em que os atores do sistema financeiro passaram a possuir autonomia e domínio político sobre os demais setores da sociedade. Esse processo pode ser evidenciado pelas instituições democráticas que operam sobre decisões econômicas fundamentais, como o Banco Central, que se tornaram espaços restritos e tecnicistas e legitimaram instrumentos dotados de racionalidade na gestão econômica.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Paloma P.; LIMA, Elcion C. R. **O desempenho do mercado (focus) na previsão da inflação: novos resultados?** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2001, junho. Disponível em: <[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_1621.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_1621.pdf)>.

ALVES, S. A. L. **A avaliação das projeções do modelo estrutural do Banco Central do Brasil para a taxa de variação do IPCA.** Brasília: Bacen, mar. 2001. p. 1-31 (Working Paper, n. 16)

APPOLINÁRIO, Fábio. **Dicionário de metodologia científica: um guia para a produção do conhecimento científico.** São Paulo, Atlas, 2009.

BEDIN, Gilmar A., NIELSSON, Joice G. **A crise da década de 1970: observações sobre as ideias neoliberais e suas consequências.** In: COSTA, L. C., NOGUEIRA, V. M. R., and SILVA, V. R., orgs. *A política social na América do Sul: perspectivas e desafios no século XXI* [online]. Ponta Grossa: Editora UEPG, 2013, pp. 27-41.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. **O Tripé, o Trilema e a Política Macroeconômica.** In: *A economia brasileira na encruzilhada.* 2013.

BRUNO, Miguel; CAFFE, Ricardo. **Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento.** *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, Número Especial, p. 1025-1062, dez. 2017.

CARVALHO, Carlos E; OLIVEIRA, Guiliano C; MONTEIRO, Marcelo B. **O banco central do brasil: institucionalidade, relações com o estado e com a sociedade civil, autonomia e controle democrático.** IPEA, Rio de Janeiro, dezembro de 2010. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1563/1/TD\\_1518.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/1563/1/TD_1518.pdf)

CASAGRANDE, Bruno A.; MATOS, Richer A.; **Indicadores macroeconômicos: desempenho das projeções do relatório de mercado Focus para o ipca, selic e câmbio.** Programa de Apoio à Iniciação Científica - PAIC 2016.

CHESNAIS, François. “Introdução”. In: Chesnais, François. (org.), **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos.** São Paulo, Xamã, 1998, pp. 11-33.

CHESNAIS, François. **A mundialização do capital.** São Paulo, Xamã, 1996. CHESNAIS, François. *Mundialização: o capital financeiro no comando.*

CHESNAIS, François. **Mundialização: o capital financeiro no comando.** Tradução de Ruy Braga. *Revista Outubro*, 2001, pp. 7-28.

CORAZZA, Gentil. **O Banco Central do Brasil: evolução histórica e institucional.** *Perspectiva Econômica*; v.2, n, 1: 1 - 23, jan./jun. 2006.



ERBER, Fábio S. **As Convenções de Desenvolvimento no Governo Lula: um ensaio de Economia Política**. Revista De Economia Política, Vol. 31, Nº 1 (121), Pp.31-55, Janeiro-Março/2011. Disponível em: [https://fabioerber.com.br/2019/07/28/as-convencoes-de-desenvolvimento-no-governo-lula-um-ensaio-de-economia-politica/]

GIAMBIAGI, F. (2011). **Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: Os Anos FHC**. In.: Giambiagi, F.; Villela, A.; Castro, L. B.; Hermann, J. (orgs), Economia Brasileira Contemporânea (1945-2010).

GUIMARÃES, L. S. (2008). **“Jogo de espelhos intensifica aperto”**. Valor Econômico, p. C-2, 08/04. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/analise-jogo-de-espelhos-intensifica-aperto-3617729>

HARVEY, David. **Condição pós-moderna: uma pesquisa sobre as origens da mudança cultural**. 15. ed. Tradução de Adail Ubirajara Sobral e Maria Stela Gonçalves. Rio de Janeiro: Edições Loyola, 2006. 349 p.

KOROWAJCZUK, Mikhail L. **Análise da capacidade preditiva da pesquisa Focus**. Pontifícia Universidade Católica Do Rio De Janeiro, 2010. Disponível em <[http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Mikhail\\_Loureiro\\_Korowajcuk.pdf](http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Mikhail_Loureiro_Korowajcuk.pdf)>

LAPYDA, Ilan. **A “financeirização” no capitalismo contemporâneo: uma discussão das teorias de François Chesnais e David Harvey**. São Paulo, dissertação de mestrado, Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas da Universidade de São Paulo, 2011.

LIMA, E.C.R.; CÉSPEDES, B.J.V. **O desempenho do mercado (focus) e do Bacen na previsão da inflação: comparações com modelos lineares univariados**. Boletim de Conjuntura, IPEA, 2003, n.60, 75-83.

MINELLA, Ary C. **Maiores bancos privados no Brasil: um perfil econômico e sociopolítico**. Sociologias, Porto Alegre, ano 9, nº 18, jul./dez. 2007, p. 100-125.

MODENESI André M. **Conservadorismo e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)**. Revista de Economia Política, vol. 31, nº 3 (123), pp. 415-434, julho-setembro/2011. Disponível em [http://www.scielo.br/pdf/rep/v31n3/06.pdf]

MODENESI, André.; MODENESI, Ruy. L. (2012) **"Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil Pós-Plano Real: uma agenda de pesquisa"**. Revista de Economia Política, v. 32, nº 3 (128), pp. 389-411. Disponível em: [http://www.scielo.br/pdf/rep/v32n3/03.pdf]

MORAIS, L. **A evolução institucional do Banco Central e as mudanças de política monetária no Brasil no período 1964-1998**. Política & Sociedade, Florianópolis, v. 4, n. 6, p. 195-220, 2005.

NADER, Giordanno. **A economia política da política monetária no Primeiro Governo**

**Dilma: uma análise sobre taxa de juros, convenção e rentismo no Brasil.** Economia e Sociedade, Campinas, v. 27, n. 2 (63), p. 547-575, maio-agosto 2018.

NASSIF, André. **As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira.** Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3 (140), pp. 426-443, julho-setembro/2015.

NÓVOA, Jorge; BALANCO, Paulo. **O estágio último do capital. A crise e a dominação do capital financeiro no mundo.** Caderno CRH, Salvador, v. 26, 67, p. 87-104, Jan./Abr. 2013.

NUNES, António J. A. **O keynesianismo e a contra-revolução monetarista.** Coimbra: Coimbra, 1991.

OLIVIERI, Cecília. **A Política de Nomeação do Alto Escalão do Banco Central do Brasil (1985-2000).** Dissertação (Mestrado em Ciência Política) – USP, São Paulo: 2001

PÁDUA, E. M. M. **Metodologia da pesquisa: abordagem teórico-prática.** 2. ed. São Paulo: Papyrus, 1997

PALMA, Andreza A.; PORTUGAL, Marcelo S. **Análise empírica da formação de expectativas de inflação no Brasil: uma ampliação de Redes Neurais Artificiais a dados em papel.** Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2008. Disponível em: [https://www.ufrgs.br/ppge/wp-content/themes/PPGE/page/textos-para-discussao/pcientifica/2008\\_01.pdf](https://www.ufrgs.br/ppge/wp-content/themes/PPGE/page/textos-para-discussao/pcientifica/2008_01.pdf)

PAULANI, Leda M. **Não há saída sem a reversão da financeirização.** Estudos avançados, São Paulo, v. 31, 2017, pp. 29-35.

PAULANI, Leda Maria. **A crise do regime de acumulação com dominância da valorização financeira e a situação do Brasil.** Estud. av. vol.23 no.66 São Paulo 2009

"RIBEIRO, Andréia. **Práticas de política econômica: um teste das atas do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (2003-2014).** Rev. Sociol. Polit. vol.25 no.64 Curitiba Dec. 2017. Disponível em < [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0104-44782017000400099](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0104-44782017000400099) >

RODRIGUES, Letícia. **Jornalismo econômico da Folha de São Paulo durante o primeiro Governo Lula (2003): o Banco Central e a Taxa Selic.** Tese (doutorado) - Universidade Federal de Santa Catarina, Centro de Filosofia e Ciências Humanas. Programa de Pós-Graduação em Sociologia Política. Florianópolis, SC, 2014. 234 p. Disponível em: [<https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/135473/334831.pdf?sequence=1>]

SANTOS, EC. **A reestruturação produtiva – do fordismo à produção flexível no estado de São Paulo.** In: SPOSITO, ES., org. Medidas antidumping e política doméstica: o caso da citricultura estadunidense [online]. São Paulo: Editora UNESP, 2015, pp. 201-245.

## **ANEXO A – LISTA DE DOCUMENTOS**

Para análise do Boletim Focus:

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 05 de janeiro de 2001**. BCB, 2001.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 04 de janeiro de 2002**. BCB, 2002.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 03 de janeiro de 2003**. BCB, 2003.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 02 de janeiro de 2004**. BCB, 2004.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 07 de janeiro de 2005**. BCB, 2005.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 06 de janeiro de 2006**. BCB, 2006.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 05 de janeiro de 2007**. BCB, 2007.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 04 de janeiro de 2008**. BCB, 2008.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 02 de janeiro de 2009**. BCB, 2009.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 08 de janeiro de 2010**. BCB, 2010.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 07 de janeiro de 2011**. BCB, 2011.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 06 de janeiro de 2012**. BCB, 2012.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 04 de janeiro de 2013**. BCB, 2013.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 03 de janeiro de 2014**. BCB, 2014.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 02 de janeiro de 2015**. BCB, 2015.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 08 de janeiro de 2016**. BCB, 2016.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 06 de janeiro de 2017**. BCB, 2017.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 05 de janeiro de 2018**. BCB, 2018.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 04 de janeiro de 2019**. BCB, 2019.

Para análise das atas do COPOM:

- BCB. **Ata da 21º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 1998.
- BCB. **Ata da 32º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 1999.
- BCB. **Ata da 43º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2000.
- BCB. **Ata da 55º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2001.
- BCB. **Ata da 67º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2002.
- BCB. **Ata da 80º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2003.
- BCB. **Ata da 92º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2004.
- BCB. **Ata da 104º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2005.
- BCB. **Ata da 116º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2006.
- BCB. **Ata da 124º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2007.
- BCB. **Ata da 132º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2008.
- BCB. **Ata da 140º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2009.
- BCB. **Ata da 148º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2010.
- BCB. **Ata da 156º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2011.
- BCB. **Ata da 164º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2012.
- BCB. **Ata da 172º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2013.
- BCB. **Ata da 180º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2014.
- BCB. **Ata da 188º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2015.
- BCB. **Ata da 196º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2016.
- BCB. **Ata da 204º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, janeiro de 2017.
- BCB. **Ata da 212º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, fevereiro de 2018.
- BCB. **Ata da 220º reunião do Comitê de Política Monetária**, Brasília, fevereiro de 2019.

Para análise das expectativas da taxa Selic pra o próximo ano,  
publicadas no início do ano anterior à ata em questão:

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 14 de janeiro de 2005**. BCB, 2005.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 27 de janeiro de 2006**. BCB, 2006.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 09 de fevereiro de 2007**. BCB, 2007.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 18 de janeiro de 2008**. BCB, 2008.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 23 de janeiro de 2009**. BCB, 2009.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 15 de janeiro de 2010**. BCB, 2010.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 14 de janeiro de 2011**. BCB, 2011.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 13 de janeiro de 2012**. BCB, 2012.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 11 de janeiro de 2013**. BCB, 2013.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 17 de janeiro de 2014**. BCB, 2014.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 16 de janeiro de 2015**. BCB, 2015.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 08 de janeiro de 2016**. BCB, 2016.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 06 de janeiro de 2017**. BCB, 2017.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 02 de fevereiro de 2018**. BCB, 2018.

Para análise das expectativas da taxa Selic para o próximo mês,  
publicadas na semana anterior à ata em questão:

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 14 de janeiro de 2005**. BCB, 2005.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 13 de janeiro de 2006**. BCB, 2006.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 19 de janeiro de 2007**. BCB, 2007.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 18 de janeiro de 2008**. BCB, 2008.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 16 de janeiro de 2009**. BCB, 2009.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 22 de janeiro de 2010**. BCB, 2010.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 14 de janeiro de 2011**. BCB, 2011.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 13 de janeiro de 2012**. BCB, 2012.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 11 de janeiro de 2013**. BCB, 2013.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 10 de janeiro de 2014**. BCB, 2014.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 16 de janeiro de 2015**. BCB, 2015.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 15 de janeiro de 2016**. BCB, 2016.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 06 de janeiro de 2017**. BCB, 2017.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 02 de fevereiro de 2018**. BCB, 2018.

Banco Central do Brasil. **Relatório Focus de 01 de fevereiro de 2019**. BCB, 2019.