

ABRIL DE 2018

## Boletim de expectativas

### Sumário

Este boletim faz uma síntese do comportamento dos indicadores das expectativas acerca da inflação e da meta para a Selic obtidos de três fontes: pesquisa Focus do Banco Central do Brasil (BCB), cotações de títulos públicos (Anbima) e de contratos de DI Futuro e swaps (da BM&FBovespa). Com o objetivo de captar, especialmente, os efeitos da decisão da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), são apresentadas as expectativas vigentes na semana anterior a ela e as observadas depois da divulgação da ata. A redução da meta para a Selic já era esperada, mas a sinalização de novo corte na próxima reunião foi, ao menos em parte, uma surpresa. Em parte porque as expectativas embutidas nas cotações do DI Futuro já contemplavam essa possibilidade, embora a mediana da pesquisa Focus considerasse que o fim do ciclo de afrouxamento da política monetária se daria em 6,50%. Depois da ata do Copom que indicou nova redução, o Focus ajustou sua mediana para 6,25%, ao passo que o DI Futuro já considera até mesmo a possibilidade de cortes adicionais. As curvas de juros nominais e reais se deslocaram para baixo.

O texto apresenta ainda as projeções de inflação divulgadas no relatório trimestral de inflação do BCB, publicado em 29 de março, e as expectativas captadas pela pesquisa Focus para resultado primário do setor público, crescimento do PIB e deficit do balanço de pagamentos.

### 1 Juros

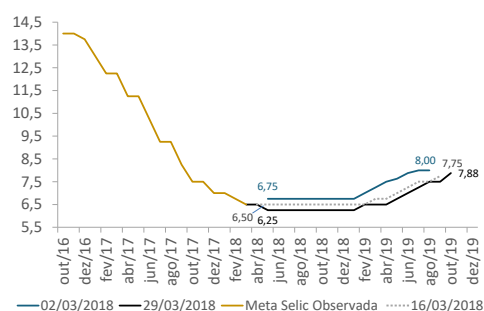
Na reunião de 21 de março último, o Copom reduziu a taxa básica de juros de 6,75% para 6,50%. A ata da reunião, divulgada no dia 27, confirmou que o comitê vê como apropriada para a próxima reunião, em 16 de maio, “uma flexibilização monetária moderada adicional”, como já havia dito o comunicado no dia da decisão. O comunicado e a ata adicionaram ainda que “o Comitê vê como adequada a interrupção do processo de flexibilização monetária” nas reuniões seguintes. O gráfico 1 traz as expectativas para as decisões do Copom até o fim de 2019, conforme a mediana da amostra coletada pelo BCB, em três datas: 2, 16 e 29 de março de 2018. No início do mês, ainda prevalecia a noção de que a taxa de 6,75% definida em 7 de fevereiro seria mantida na reunião de março e até o fim deste ano. Na sexta-feira que precedeu a decisão de março, já se antecipava a redução para 6,50%, mas considerava-se esse como sendo o valor final do ciclo de afrouxamento da política monetária. Depois da decisão e dos documentos divulgados

**Estêvão Kopschitz X. Bastos**  
Técnico de Planejamento e Pesquisa da  
Diretoria de Estudos e Políticas  
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

[estevao.bastos@ipea.gov.br](mailto:estevao.bastos@ipea.gov.br)

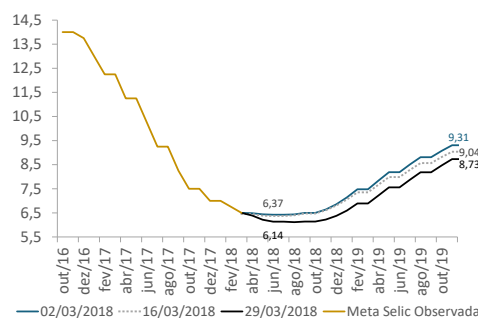
pela autoridade monetária, a mediana aponta agora para nova redução de 0,25 ponto de porcentagem (p.p.) na reunião de 16 de maio e manutenção deste valor até janeiro de 2019. Ao longo de 2019, haveria elevação até próximo de 8,00%. Os participantes do mercado de DI Futuro, porém, já contavam com a possibilidade de meta abaixo de 6,50% e, agora, as cotações consideram também o cenário de o ciclo não se esgotar em 6,25%, mas levar a Selic abaixo disso — ver o gráfico 2.

**GRÁFICO 1**  
Meta para a taxa Selic - previsão segundo mediana do Focus/BCB (Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

**GRÁFICO 2**  
Meta para a taxa Selic - previsão implícita nas cotações do DI futuro (Em %)



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

A taxa de juros real *ex-ante*, calculada pelo deflacionamento da taxa do *swap* DI-Pré de 360 dias pelo IPCA esperado para o mesmo período de acordo com o Focus/BCB caiu aceleradamente entre novembro de 2016 a agosto de 2017, passando de 7,1% para 3,1%. Depois, oscilou em torno de 3,0% até dezembro. Em 2018, voltou a cair, chegando em 29 de março a 2,4% (gráfico 3). A taxa *ex-post*, isto é, a Selic acumulada nos últimos doze meses descontada a inflação observada no mesmo período, foi de 5,38% em março e seu pico recente, de 9,61%, ocorreu em junho de 2017.

Entre os dias 16 e 29 de março, a curva de juros nominais caiu em todos os vértices entre um e 72 meses (seis anos), como ilustrado no gráfico 4. De um a seis meses, caiu entre 0,14 e 0,19 p.p.. De 12 a 36 meses, entre 0,22 e 0,30 p.p.. De 42 a 54 meses, entre 0,10 e 0,18 p.p. e, daí em diante, foram registradas quedas meno-

### Box – datas das reuniões do Copom em 2018

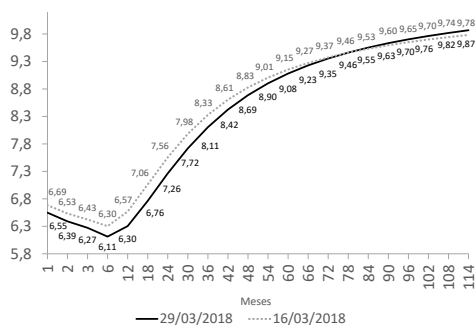
A decisão é anunciada no segundo dia de cada encontro.

- 1) 6 e 7 de fevereiro
- 2) 20 e 21 de março
- 3) 15 e 16 de maio
- 4) 19 e 20 de junho
- 5) 31 de julho e 1º de agosto
- 6) 18 e 19 de setembro
- 7) 30 e 31 de outubro
- 8) 11 e 12 de dezembro

res. Como visto acima, em 16 de março a redução da meta Selic para 6,50% já era esperada. Assim, um fator que pode ter sido determinante para esse deslocamento da curva de juros é o anúncio de mais um corte na próxima reunião.

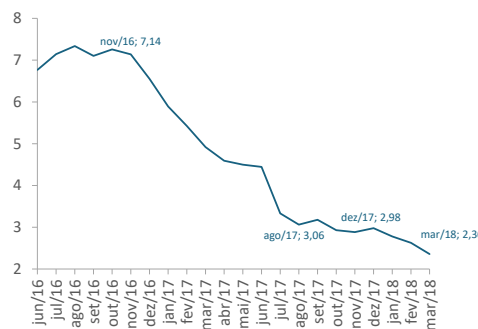
Interessante notar que a curva de juros reais também se deslocou para baixo de maneira significativa na comparação entre as duas mesmas datas, como mostrado no gráfico 5. No vértice de seis meses, a queda foi de 0,4 p.p.. De um ano a três anos e meio, de 0,3 p.p.. De quatro a seis anos, de 0,2 p.p. e, de seis anos e meio a oito anos e meio, de 0,1 p.p..

**GRÁFICO 4**  
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) – juros nominais prefixados (Em %)



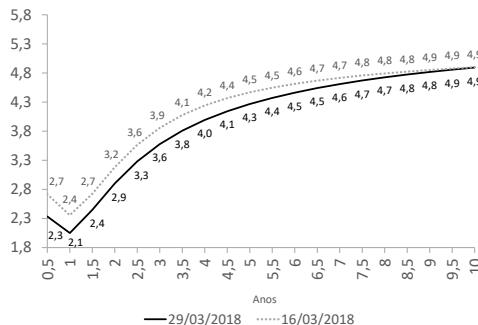
Fonte: Anbima  
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

**GRÁFICO 3**  
Taxa de juros real ex-ante (swap DI-Pré / expectativa 12 meses IPCA Focus BCB) (Em %)



Fontes: BM&FBovespa e BCB  
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

**GRÁFICO 5**  
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) – juros reais acima do IPCA (Em %)



Fonte: Anbima  
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

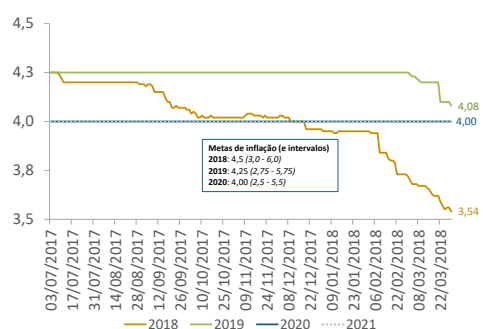
## 2 Inflação

A inflação esperada para 2018, de acordo com o Focus/BCB, vem sofrendo persistente e considerável redução, tendo alcançado 3,54% em 29 de março último, um p.p. abaixo da meta. Para 2019, entre abril de 2017 e fevereiro de 2018, a mediana das expectativas coletadas pelo BCB esteve fixa na meta definida para o ano, de 4,25%. Desde março deste ano, no entanto, essa medida começou a reduzir-se e está, atualmente, em 4,08%. Para 2020 e 2021, as expectativas, aferidas pela mediana, coincidem com a meta estabelecida para 2020, de 4,0% (ver gráfico 6). Para 2021, ainda não há meta.



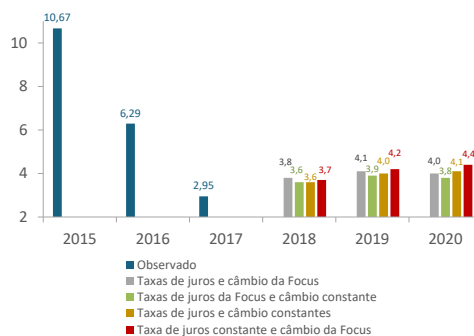
O último relatório de inflação (RI) do BCB, divulgado em 29 de março, trouxe as habituais projeções para a inflação, obtidas a partir de quatro cenários: i) com taxas de juros e câmbio da pesquisa Focus; ii) com taxa de juros da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante; iii) com taxas de juros e câmbio constantes; e iv) com taxa de câmbio da pesquisa Focus e taxa de juros constante. Para 2018, as projeções dos quatro cenários estão entre 3,6% e 3,8%<sup>1</sup>, portanto um pouco acima da mediana do Focus, de 3,5% — embora seja necessário lembrar que as projeções do RI levam em conta os cenários de câmbio e juros da pesquisa Focus de 16 de março – mas em linha com a projeção da *Carta de Conjuntura* (3,6%). Para 2019, os cenários projetam IPCA entre 3,9% e 4,2%, em linha com a mediana do Focus de 4,1%. Para 2020, os cenários vão de 3,8% a 4,4%, intervalo no qual está contida a expectativa do Focus de 4,0%.

**GRÁFICO 6**  
**IPCA esperado de acordo com boletim Focus/BCB, mediana**  
 (Em %)



Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

**GRÁFICO 7**  
**IPCA: Cenários do Relatório de Inflação do BCB divulgado em 29/03/2018**  
 (Em %)

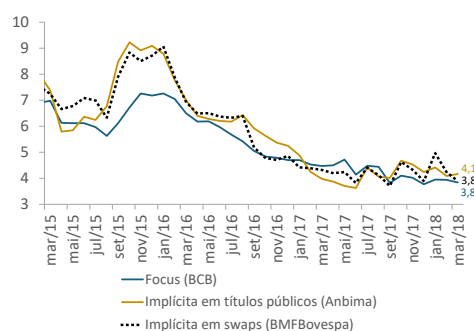


Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

A inflação esperada para os próximos 12 meses, depois da acentuada queda ao longo de 2016 e do primeiro semestre de 2017, tem oscilado na faixa entre 3,0% e 5,0% nas três fontes aqui acompanhadas: Focus/BCB, inflação implícita em títulos públicos (Anbima) e implícita em *swaps* (BM&FBovespa). Em 29/03/2018, estava em 3,84%, 4,17% e 3,89% respectivamente (gráfico 8).

A curva de inflação esperada implícita em título públicos – gráfico 9 – deslocou-se para cima em quase toda sua ex-

**GRÁFICO 8**  
**Expectativa de inflação nos 12 meses seguintes**  
 (último dado: 29/03/2018)  
 (Em %)

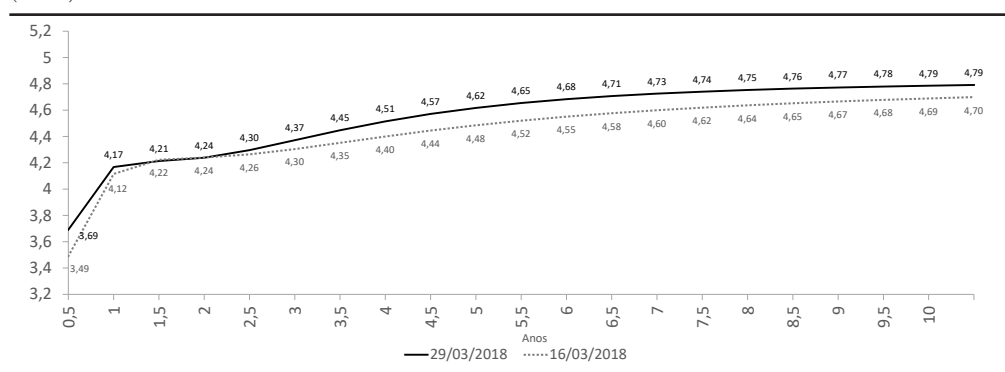


Fonte: BCB, Anbima e BM&FBovespa  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

<sup>1</sup> Para cada projeção, o RI apresenta intervalos; aqui são apresentadas apenas as previsões centrais de cada cenário.

tensão: assim, a redução na curva e juros reais mostrada acima decorreu da queda nos juros nominais, também já comentada, combinada com a elevação da curva de inflação. Para o vértice de seis meses, a elevação foi de 0,20 p.p. e depois as elevações mais significativas ocorrem do vértice de três anos em diante, em média de 0,11 p.p..

GRÁFICO 9  
Inflação implícita em títulos públicos (ETTJ)  
(Em %)



Fonte: Anbima  
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

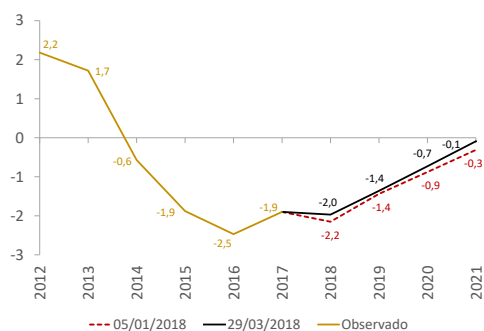
### 3 Resultado primário, PIB e transações correntes do balanço de pagamentos

As expectativas para o resultado fiscal primário do setor público consolidado apontam para melhoria gradual ao longo dos próximos anos, mas até 2021 não é esperado superavit pela média das previsões. O gráfico 10 compara as projeções atuais com as de três meses antes, permitindo verificar a melhoria de 0,2% do PIB para todos os anos do horizonte de projeção, exceto para 2019.

A expectativa média de crescimento do PIB em 2018 é de 2,8% e, para 2019, de 3,1% (gráfico 11). Em relação a 90 dias antes, houve pequena melhoria nas previsões para esses anos, resultando num ganho acumulado de 0,4 p.p.. Para 2020 e 2021, as expectativas continuam em 2,7%.

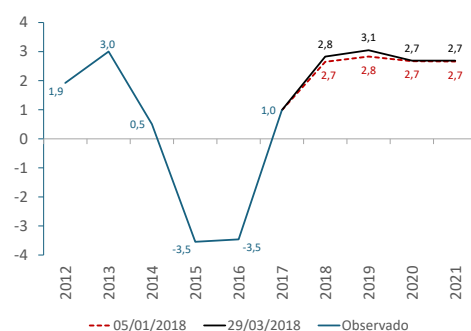
Com relação às projeções para o resultado das transações correntes do balanço de pagamentos, o BCB divulga as expectativas em dólares. Aqui são apresentadas essas projeções em porcentual do PIB, para isso fazendo uso das projeções do próprio Focus/BCB para crescimento do PIB, taxa de câmbio e inflação (IPCA). O gráfico 12 mostra que é esperado que o déficit em conta corrente, depois de passar de 4,2% do PIB em 2014 para 0,5% do PIB em 2017, volte a aumentar moderada-

**GRÁFICO 10**  
**Resultado fiscal primário do setor público - média da amostra completa**  
 (Em %)



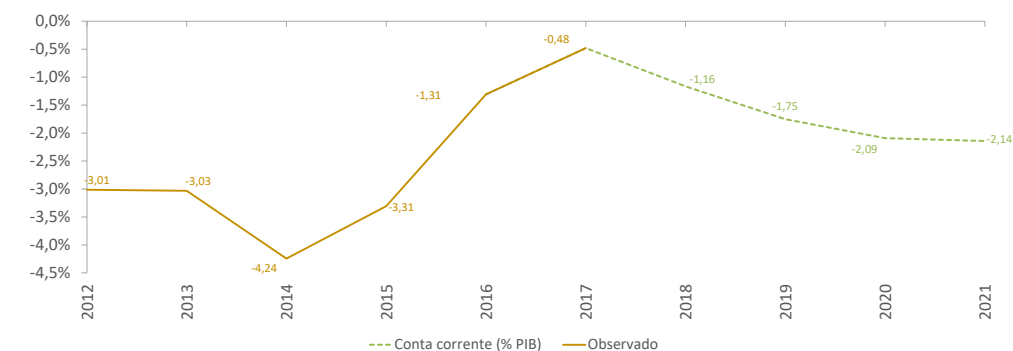
Fonte: Sistema de expectativas do BCB  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

**GRÁFICO 11**  
**PIB: variação anual**  
 (Em %)



Fonte: Sistema de expectativas do BCB  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

**GRÁFICO 12**  
**Transações correntes do Balanço de Pagamentos**  
 (Em % do PIB)



Fonte: Sistema de expectativas do BCB  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea



## **Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)**

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor  
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti – Diretor Adjunto



## **Grupo de Conjuntura**

### **Equipe Técnica:**

Christian Vonbun  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos  
Leonardo Mello de Carvalho  
Marcelo Nonnenberg  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa  
Paulo Mansur Levy  
Vinicius dos Santos Cerqueira  
Sandro Sacchet de Carvalho

### **Equipe de Assistentes:**

Augusto Lopes dos Santos Borges  
Felipe dos Santos Martins  
Felipe Simplicio Ferreira  
Julio Cesar de Mello Barros  
Leonardo Simão Lago Alvite  
Renata Santos de Mello Franco  
Victor Henrique Farias Mamede

---

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.