

NOVEMBRO DE 2018

Boletim de expectativas

Sumário

Este boletim compila expectativas para algumas variáveis oriundas de diversas fontes: pesquisa *Focus* do Banco Central do Brasil (BCB); Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima); BM&FBovespa; e Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF).

A última edição comparou as expectativas como se apresentavam aproximadamente um mês antes do segundo turno das eleições com aproximadamente um mês depois. Agora, àquela comparação são adicionadas as expectativas em 22 de fevereiro último. Como anteriormente, é preciso levar em conta que muitos fatores influenciam as mudanças de visão dos agentes em relação ao futuro, como novos dados divulgados, o ambiente internacional e o interno.

Como observado na última edição, o cenário traçado pelo conjunto das projeções a uma semana do primeiro turno já se mostrava relativamente positivo: a inflação se manteria bem-comportada e dentro das metas; a taxa de juros básica da economia subiria moderadamente; o resultado primário das contas públicas melhoraria paulatinamente; o crescimento do PIB convergiria para 2,5% ao ano (a.a.); e a taxa de câmbio nominal se estabilizaria pouco abaixo de R\$ 4,00/US\$. Conhecidos os resultados das eleições e seus desdobramentos, o cenário se tornou mais favorável, especialmente no caso das variáveis que reagem rapidamente – como juros, câmbio e inflação. As expectativas para produto interno bruto (PIB), resultado primário e dívida pública pouco haviam se alterado. Passadas as primeiras semanas de 2019, a melhoria nas taxas de juros se acentuou e as variáveis fiscais – resultado primário e dívida – mostraram expectativas mais positivas, talvez devido ao resultado melhor que o esperado em 2018, nas expectativas de curto prazo, e à preparação das alterações nas regras previdenciárias, nas de longo. A inflação esperada para doze meses se elevou um pouco, mas a média para os próximos cinco anos, captada implicitamente em *swaps*, mante-se aproximadamente constante e apresentou até pequeno declínio em fevereiro. As previsões para PIB e taxa de câmbio não passaram por modificações significativas. O PIB cresceria entre 2,5% e 2,7% a.a., entre 2019 e 2022, e a taxa de câmbio, no fim de cada ano, ficaria próxima de R\$ 3,80/US\$.

1 Juros

Um mês antes do segundo turno, as expectativas para as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom), de acordo com a mediana das previsões do *Boletim Focus*/BCB, eram de que a meta para a Selic permanecesse em 6,50% até abril de

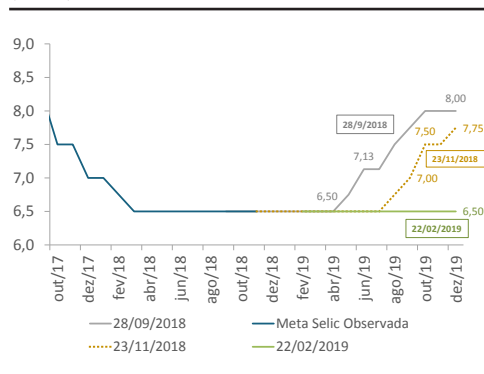
Estêvão Kopschitz X. Bastos
Técnico de Planejamento e Pesquisa da
Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

estevao.bastos@ipea.gov.br

Com informações até 26 de fevereiro de 2019.

2019, passando a ser elevada a partir daí e alcançando 8,00% em dezembro. Um mês depois de encerradas as eleições, o último mês em que se esperava que a Selic estaria no nível atual passou a ser julho de 2019, e o nível do fim do ano caiu para 7,75%. Agora, espera-se a manutenção em 6,5% até o fim do ano (gráfico 1). As expectativas de inflação dentro das metas para os próximos anos, as últimas decisões do Copom e suas justificativas nas atas certamente tiveram peso nessa significativa mudança de avaliação sobre a trajetória futura da taxa básica da economia.

GRÁFICO 1
Meta para a taxa Selic: previsão segundo o Boletim Focos/BCB
 (Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

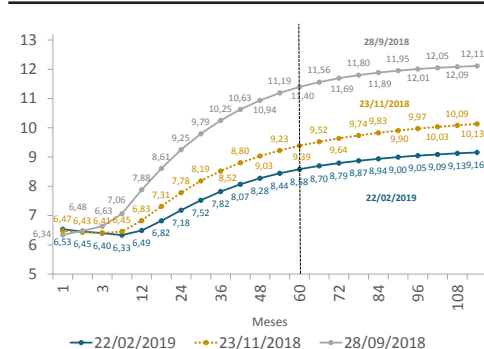
Datas das reuniões do Copom (2019)

- 1) 5 e 6 de fevereiro
- 2) 19 e 20 de março
- 3) 7 e 8 de maio
- 4) 18 e 19 de junho
- 5) 30 e 31 de julho
- 6) 17 e 18 de setembro
- 7) 29 e 30 de outubro
- 8) 10 e 11 de dezembro

Obs.: A decisão é anunciada no segundo dia de cada encontro.

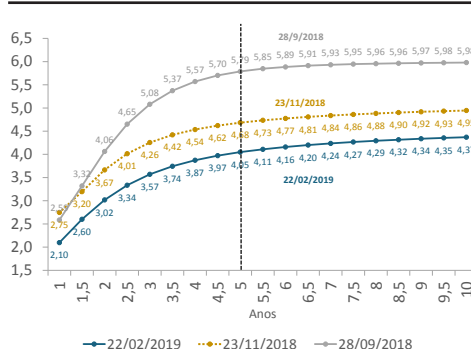
Comparando as mesmas datas, a estrutura a termo da taxa de juros (ETT) nominal continuou se deslocando para baixo: tomando como exemplo o vértice de cinco anos (sessenta meses), a taxa nominal caiu de 11,40% em 28 de setembro de 2018 para 8,58% em 22 de fevereiro de 2019, tendo passado por 9,39% em 23 de novembro de 2018 (gráfico 2).

GRÁFICO 2
Estrutura a termo da taxa de juros (ETT): juros nominais
 (Em %)



Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capital (Anbima).
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 3
Estrutura a termo da taxa de juros (ETT): juros reais acima do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA)
 (Em %)



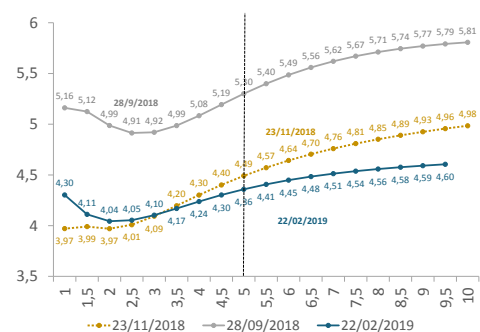
Fonte: Anbima.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A ETT com juros reais está apresentada no gráfico 3 nas mesmas datas. O movimento também foi de deslocamento da curva para baixo. Usando outra vez como exemplo o prazo de cinco anos, a taxa real caiu de 5,79% em 28 de setembro de 2018 para 4,05% em 22 de fevereiro de 2019, passando por 4,68% em 23 de novembro de 2018.

O cálculo da ETTJ também inclui a curva de inflação esperada implícita nas taxas nominais e reais. Esta também caiu entre setembro e as datas posteriores, conforme se observa no gráfico 4. Na comparação entre novembro de 2018 e fevereiro de 2019, a inflação esperada subiu para os três primeiros anos e caiu a partir daí.

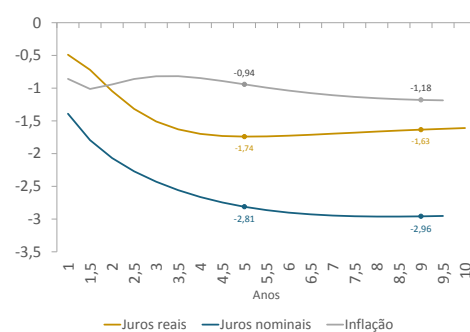
A queda na curva de juros nominais se deveu ao deslocamento para baixo tanto dos juros reais quanto da inflação esperada, como visto. O gráfico 5 mostra as reduções ocorridas em cada uma dessas três curvas entre setembro e fevereiro e permite visualizar que a maior contribuição veio da queda nos juros reais, a partir do vértice de dois anos.

GRÁFICO 4
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ): inflação (IPCA) implícita (Em %)



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

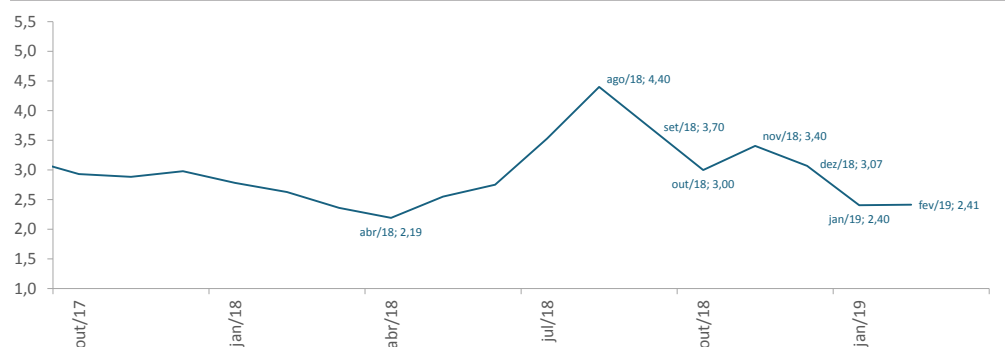
GRÁFICO 5
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ): quedas nas taxas nominal, real e na inflação, comparando 28 de setembro de 2018 e 22 de fevereiro de 2019 (Em %)



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

A taxa de juros reais *ex ante* – calculada a partir da cotação do *swap* DI x pré de 360 dias deflacionada pelo IPCA esperado pelo *Boletim Focus*/BCB para doze meses à frente – caiu de 3,7% a.a. no fim de setembro para 3,3%¹ no dia 23 de novembro; e para 2,4% em 22 de fevereiro de 2019, tendo iniciado a queda a partir de 4,4% em agosto e passado por 3% em outubro (gráfico 6).

GRÁFICO 6
Taxa de juros reais *ex ante* – *swap* DI x pré 360 dias deflacionado por expectativa para o IPCA nos próximos doze meses do *Boletim Focus*/BCB (Em%)



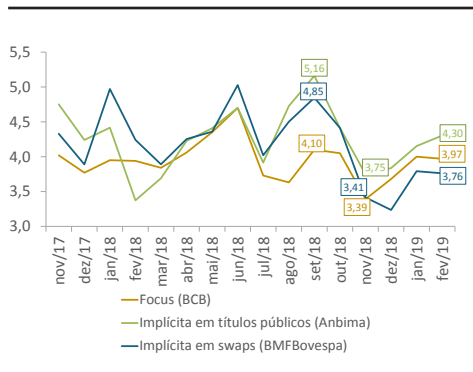
Fonte: BM&FBovespa e BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

1. O gráfico mostra 3,4% em novembro, que é o dado de fim de mês.

2 Inflação

As expectativas de inflação (IPCA) para os próximos doze meses, nas três fontes aqui acompanhadas – Boletim Focus/BCB, Anbima e BM&FBovespa² – estão apresentadas no gráfico 7. Nas três medidas, houve redução entre o fim de setembro e o fim de novembro, e sua média caiu de 4,7% para 3,6%. No primeiro bimestre de 2019, a inflação esperada subiu e a média das três fontes foi para 4,0%. A queda ocorrida no fim do ano passado refletiu o comportamento da inflação corrente abaixo do esperado; a elevação em janeiro e fevereiro pode ser apenas um retorno ao que se esperava anteriormente, passada aquela surpresa.

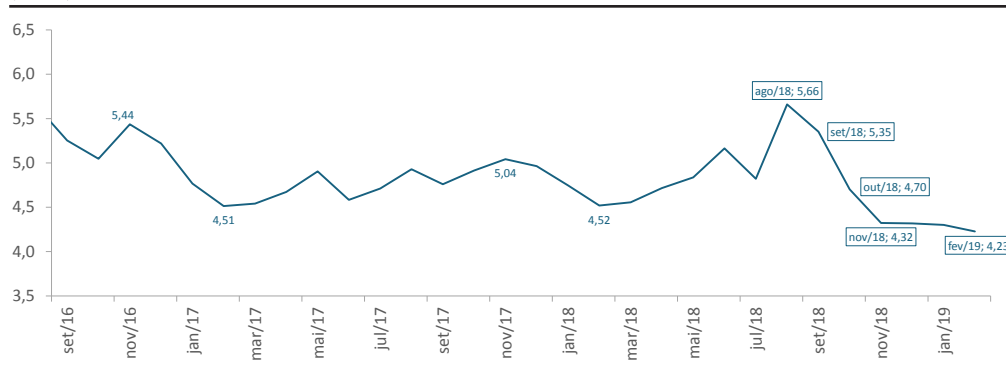
GRÁFICO 7
Expectativa de inflação nos doze meses seguintes (Em %)



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

A inflação média para os próximos cinco anos, implícita nas negociações com *swaps*, passou todo o ano de 2017 oscilando entre 4,5% e 5%. Em 2018, vinha se elevando; chegou a 5,7% em agosto e havia caído para 5,3% em setembro. Ao longo do período eleitoral e posteriormente, a queda continuou até novembro, a partir de quando a taxa esperada se estabilizou e caiu um pouco recentemente: a taxa de fevereiro – 4,2% – é a mais baixa desde pelo menos setembro de 2009 (gráfico 8).

GRÁFICO 8
Inflação implícita em *swaps* de cinco anos (Em %)



Fonte: BM&FBovespa.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs: O último dado é de 22 de fevereiro de 2019.

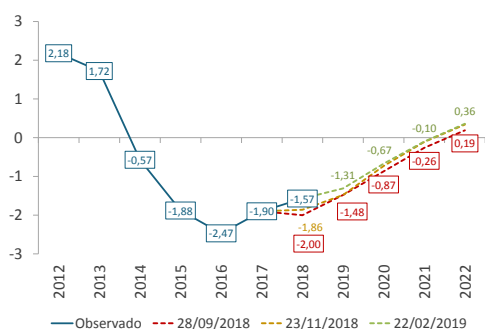
3 Variáveis fiscais, PIB e taxa de câmbio

As expectativas coletadas pelo *Boletim Focus*/BCB para o resultado fiscal primário do setor público consolidado não haviam passado por alterações significativas na comparação pré e pós-eleições. O *deficit* de 2018, porém, veio melhor que o espe-

2. Anbima: inflação implícita em negociações com títulos públicos; BM&FBovespa: inflação implícita nos contratos de swap. Vale sempre lembrar que as medidas de inflação implícita possuem componente de risco.

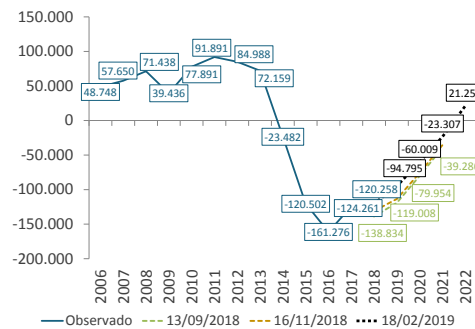
rado: foi de 1,6% do PIB, enquanto se esperavam 2,0% em setembro e 1,9% em novembro. Isso, certamente, teve impacto nas projeções para 2019, que agora são de 1,3% do PIB contra 1,5% nas datas anteriores aqui consideradas. O primeiro *superavit*, de 0,4% do PIB, é esperado para 2022 (gráfico 9). O mesmo se pode dizer do aferido pela pesquisa Prisma Fiscal, feita pela SPE/MF, para o resultado primário do governo central em milhões de reais (valores correntes).³ Em setembro, esperava-se *deficit* de R\$ 119 bilhões em 2019 – agora, a previsão é de R\$ 95 bilhões (gráfico 10). Para a dívida bruta do governo geral em porcentagem do PIB,⁴ o Prisma projetava, em setembro e novembro, crescimento mais ou menos linear, saindo de 74% em 2017 para 82,5% em 2021. Agora, houve melhoria nessa trajetória, com a razão dívida/PIB chegando a 2021 em 80,6%. Como 2021 está mais distante, não teria sofrido o impacto da surpresa favorável do resultado de 2018, podendo a melhoria ter sido efeito das expectativas quanto à reforma da previdência.

GRÁFICO 9
Resultado fiscal primário do setor público (*Boletim Focus/BCB*)
(Em % do PIB)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

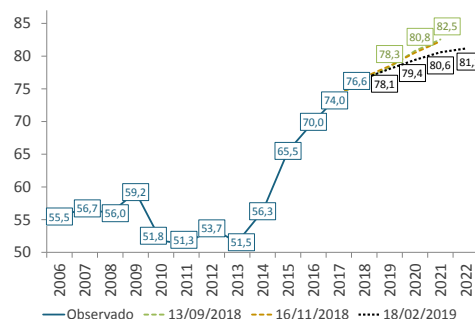
GRÁFICO 10
Resultado fiscal primário do governo central (Prisma Fiscal/SPE)
(Em R\$ milhões correntes)



Fonte: Prisma Fiscal/SPE/MF.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As projeções do *Boletim Focus/BCB* para o crescimento do PIB quase não se alteraram na comparação entre as três datas, e continuam apontando para um crescimento, em 2019, significativamente maior que o de 2017 e o de 2018, atingindo 2,5%. O crescimento apenas um pouco acima de 2,5% continua sendo o esperado para os anos seguintes, até 2022 (gráfico 12). Em 28 de fevereiro, o IBGE divulgou o crescimento do PIB de 2018: 1,1%. A última coleta do *Boletim Focus/BCB* refere-se a 22 de fevereiro e suas expectativas não refletem esse resultado, que foi ligeiramente abaixo da mediana das projeções, de 1,2%.

GRÁFICO 11
Projeções para a Dívida Bruta do Governo Geral segundo o Prisma Fiscal da SPE
(Em % do PIB)

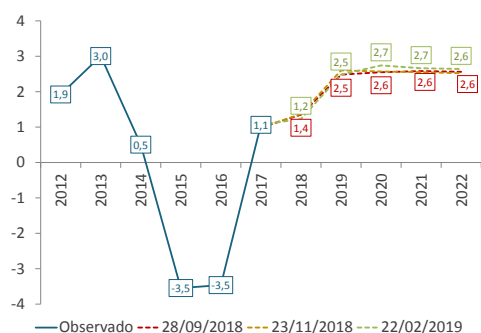


Fonte: Prisma Fiscal/SPE/MF.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3. Prisma Fiscal é um sistema de coleta de expectativas de variáveis fiscais junto a analistas do setor privado criado e gerido pela SPE/MF.
4. O governo geral é composto pelo governo central, estados e municípios. O governo central, por sua vez, é definido como o resultado do Tesouro Nacional (TN), do BCB e do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

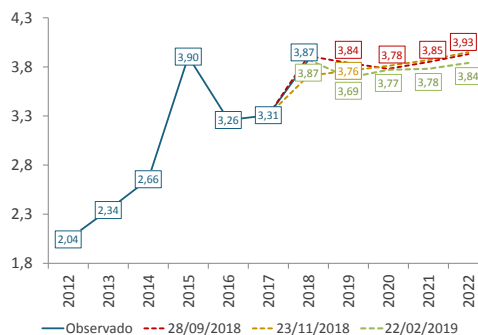
A taxa de câmbio esperada para o fim de 2019 caiu de R\$ 3,84 em setembro para R\$ 3,69 em fevereiro, tendo passado por R\$ 3,76 em novembro. Para os anos seguintes, as alterações foram pouco significativas: o cenário projetado é de estabilidade até 2022, com a taxa oscilando em torno de R\$ 3,80 (gráfico 13).

GRÁFICO 12
Expectativas para o crescimento do PIB
(Em variação % anual)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13
Taxa de câmbio real/dólar - fim do ano
(Em R\$)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da 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:

Ana Cecília Kreter
Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Simplicio Ferreira
Janine Pessanha de Carvalho
Leonardo Simão Lago Alvite
Matheus Rabelo de Souza
Monyk Brites Alves Cardoso
Pedro Mendes Garcia
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.