

OUTUBRO DE 2019

## Boletim de expectativas

### Sumário

A cada instante, os agentes econômicos têm expectativas sobre a evolução das diversas variáveis-chave da economia, e essas projeções vão mudando à medida que novos dados são divulgados e diferem do esperado, e que circunstâncias políticas, econômicas e internacionais se alteram. Este boletim apresenta as expectativas para diversas variáveis, coletadas de diferentes fontes.<sup>1</sup> O quadro geral que emerge é de juros mais baixos de forma duradoura; inflação respeitando a meta até 2022; taxa de câmbio estável nos próximos quatro anos; crescimento do produto interno bruto (PIB) convergindo para 2,5% a partir de 2021; resultado primário das contas públicas equilibrado em 2022 e positivo em 2023; e dívida pública tendendo à estabilidade até 2022, em torno de 81% do PIB.

De acordo com o Banco Central do Brasil (BCB), em seu último relatório trimestral de inflação, o crédito para pessoa física com recursos livres deve crescer em 2020 um pouco menos que em 2019, por causa da recente tendência de aumento no comprometimento mensal da renda familiar com juros e amortizações da dívida; mas a taxa de crescimento do crédito direcionado para pessoas físicas deve crescer, devido a melhores perspectivas de vendas de imóveis residenciais.

### 1 Juros

No último dia 18 de setembro, o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa básica de juros de 6,00% para 5,50% ao ano (a.a.). A ata da reunião reiterou que “a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural”. O Copom afirmou que “a consolidação do cenário benigno para a inflação prospectiva deverá permitir ajuste adicional no grau de estímulo”, isto é, sinalizou com mais reduções. Comparando a trajetória para a Selic esperada quando da última edição deste boletim, que teve data de referência em 9 de agosto, com a esperada atualmente, é possível verificar o efeito da nova decisão (e dos dados que já haviam saído entre uma reunião e outra, naturalmente). Em 9 de agosto, depois da decisão de 31 de julho, a redução para 5,50% em setembro já era esperada. Porém, o próximo corte, em 30 de outubro, seria de 25 pontos-base, seguido de outro de mesma magnitude em 11 de dezembro, levando a Selic para 5,00%, nível em que permaneceria até julho do ano que vem. A partir de agosto de 2020, teria início um novo ciclo de elevação. Agora, espera-se redução de 50 pontos-base em outubro, para 5,00%, e de 25 pontos-base em dezembro, le-

**Estêvão Kopschitz X. Bastos**

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

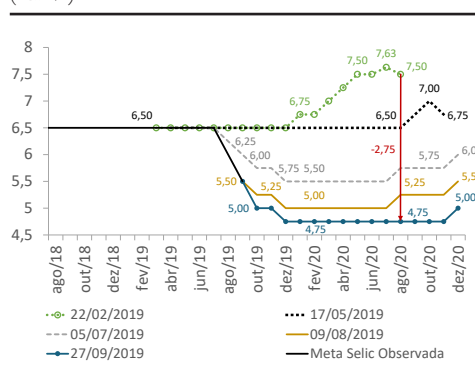
[estevao.bastos@ipea.gov.br](mailto:estevao.bastos@ipea.gov.br)

Com informações até 02 de outubro de 2019.

<sup>1</sup> Este boletim compila expectativas para algumas variáveis oriundas de diversas fontes: relatório de mercado Focus, Sistema Gerenciador de Séries Temporais e Relatório Trimestral de Inflação, do Banco Central do Brasil (BCB); Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima); BM&FBovespa (B3); Prisma Fiscal, da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia (SPE/ME); Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea; e Projeto de Lei Orçamentária Anual para 2020 (PLOA 2020).

vando a Selic para 4,75%, valor em que ficaria até novembro de 2020, com um novo ciclo de aperto começando em dezembro do ano que vem. Essa trajetória é compatível com o cenário do Grupo de Conjuntura do Ipea, que considera 4,75% no fim de 2019 e 5,00% no fim de 2020.<sup>2</sup> É interessante notar que, além do nível mais baixo para a taxa de juros, o novo cenário resultante do relatório Focus também posterga o início do ciclo de alta. As alterações descritas estão ilustradas no gráfico 1, que traz as trajetórias esperadas em cinco datas, começando em 22 de fevereiro deste ano, permitindo visualizar como, em apenas sete meses, as expectativas mudaram radicalmente: de elevação da Selic no início de 2020 para sua redução em 2019 e manutenção por um período mais longo, por quase todo o ano que vem. Para agosto de 2020, mês mais distante presente em todas as trajetórias, a Selic esperada caiu de 7,50% em fevereiro para 4,75% em setembro deste ano, uma queda de 2,75 pontos de porcentagem (p.p.).

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



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

#### Datas das reuniões do Copom em 2019:

- 29 e 30 de outubro
- 10 e 11 de dezembro

#### Datas das reuniões do Copom em 2020:

- 4 e 5 de fevereiro
- 17 e 18 de março
- 5 e 6 de maio
- 16 e 17 de junho
- 4 e 5 de agosto
- 15 e 16 de setembro
- 27 e 28 de outubro
- 8 e 9 de dezembro

Obs.: A decisão é anunciada no segundo dia.

Essa redução na Selic esperada tem se refletido na taxa de juros real *ex-ante*, calculada como a taxa do *swap* DI x pré de 360 dias deflacionada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) esperado para doze meses à frente, conforme o Focus/BCB (gráfico 2). No fim de setembro, essa taxa estava em 1,5% a.a., significativamente abaixo dos 2,7% de abril e dos 4,4% de agosto de 2018, por exemplo. O cenário do Grupo de Conjuntura do Ipea considera a taxa de juros real estável em cerca de 1,00% no ano que vem.<sup>3</sup>

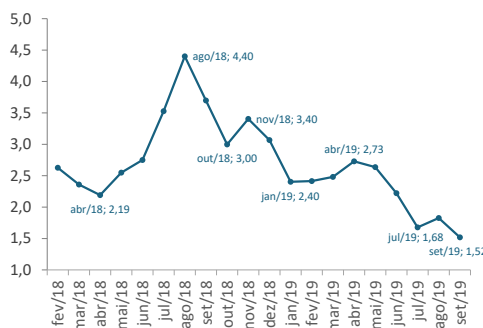
<sup>2</sup> Conferir a Visão geral da conjuntura, disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/09/26/visao-geral-da-conjuntura-5/>>.

<sup>3</sup> Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/09/26/visao-geral-da-conjuntura-5/>>.

Também a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ), nominais e reais, vem se reduzindo em toda a sua extensão. Os gráficos 3 e 4 mostram como essa redução vem se dando nos últimos noventa dias, aproximadamente. No caso dos juros nominais, o deslocamento tem ocorrido de forma aproximadamente paralela ao longo de toda a curva, inclusive na porção negativamente inclinada, nos primeiros doze meses. No caso da curva de juros reais, que está apresentada somente com os vértices anuais, a primeira porção, entre um e dois anos, que era negativamente inclinada em 5 de julho, passou a ser positivamente inclinada em 27 de setembro. Como se sabe, o formato habitual da curva, quando se esperam o crescimento da economia e a normalidade da política monetária, é positivamente inclinada. Para os vértices acima de dois anos, o deslocamento da ETTJ real para baixo foi paralelo, com a taxa de cinco anos, por exemplo, caindo de 2,98% em julho para 2,61% em setembro, passando por 2,82% em agosto. O fato da redução se dar ao longo de toda a curva sinaliza que a diminuição de juros é percebida como duradoura. A curva de inflação implícita, que complementa as curvas de juros nominais e reais, todas calculadas pela Anbima com base nas cotações de títulos da dívida pública, passou por poucas alterações e não está apresentada. Em 27 de setembro, mostrava inflação no primeiro ano de 3,44%; no segundo, de 3,83%; e, a partir daí, uma elevação bem suave, levando a inflação esperada no vértice de nove anos a 4,00%.

GRÁFICO 2

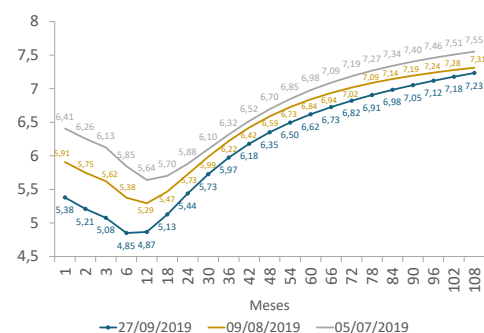
Taxa de juros reais *ex ante* – swap DI x pré 360 dias deflacionado por expectativa para o IPCA nos próximos doze meses (Focus/BCB) (Em %)



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

GRÁFICO 3

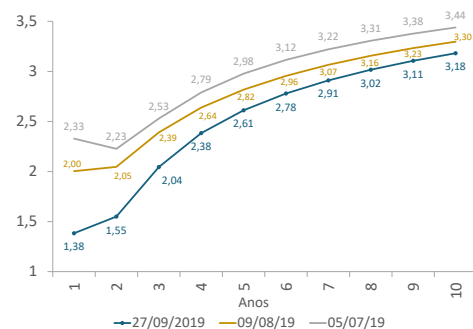
Estrutura a termo da taxa de juros nominal (Em %)



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

GRÁFICO 4

Estrutura a termo da taxa de juros real (Em %)



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

## 2 Inflação e taxa de câmbio

As projeções de inflação para 2019 e 2020 continuam sendo revisadas para baixo. A tabela 1 mostra as projeções de diversas fontes. Para 2019, a mais alta

é a dos parâmetros do Projeto de Lei Orçamentária Anual para 2020 (PLOA 2020), apresentados pelo Ministério da Economia (ME), de 3,83%, mas é preciso considerar que a grade de parâmetros é de 10 de julho deste ano e que, desde então, as expectativas já mudaram. Em 10 de julho, a mediana do Focus estava em 3,82% e, em 27 de setembro, havia caído para 3,43%. A projeção mais baixa das mostradas na tabela, de 3,30%, é a do cenário do relatório de inflação do BCB do terceiro trimestre, em que a Selic e a taxa de câmbio consideradas na previsão são as do Focus.<sup>4</sup> A média das projeções para 2019 é de 3,53%. Todas estão abaixo da meta de 4,25%. Para 2020, as mais altas são a da grade de parâmetros do PLOA e a do Grupo de Conjuntura do Ipea, 3,91% e 3,90%, respectivamente.<sup>5</sup> A mais baixa é a implícita em swaps, que aponta 3,37%.<sup>6</sup> Todas as projeções, que têm média de 3,70%, estão abaixo da meta de 2020, que é de 4,00%.

TABELA 1  
Projeção de inflação (IPCA) para 2019 e 2020 por diversas fontes  
(Em %)

	2019	2020
Grupo de Conjuntura Ipea (26/9)	3,55	3,90
Focus (27/9)	3,43	3,79
Implícita em títulos públicos (27/9)		3,60
Implícita em swaps (27/9)		3,37
Relatório de inflação BCB (Selic e câmbio Focus)	3,30	3,60
Parâmetros PLOA (10/7/2019)	3,83	3,91
Média	3,53	3,70
Meta	4,25	4,00

Fontes: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea, BCB, Anbima, B3, Ministério da Economia.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

As expectativas de inflação para 2021 e 2022 também vêm se reduzindo, como ilustrado no gráfico 5. Para 2021, há um ano, a média das expectativas no Focus era de 3,92% – atualmente, está em 3,77% (a mediana já iguala a meta de 3,75%). Para 2022, igualmente, a expectativa média caiu de 3,85% há um ano para 3,60% hoje, com a mediana também igual à meta de 3,50%.

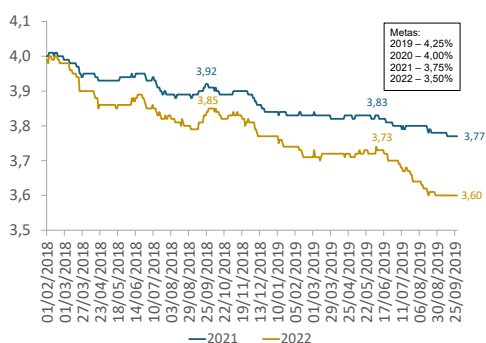
A taxa de câmbio nominal prevista, de acordo com o Sistema de Expectativas de Mercado do BCB, elevou-se entre 9 de agosto e 27 de setembro de 2019. Para o fim de 2019, passou de R\$ 3,74 para R\$ 3,96; para o fim de 2020, de R\$ 3,79 para R\$ 3,94. Até 2023, é esperada virtual estabilidade; em 9 de agosto, previa-se leve ascensão, com resultado final parecido (gráfico 6).

4 Os outros três cenários do RI são: *i*) Selic e câmbio constantes; *ii*) Selic do Focus e câmbio constante; e *iii*) Selic constante e câmbio do Focus. As projeções para 2019, entretanto, variam muito pouco, estando em 3,3% ou 3,4%.

5 Para o embasamento das projeções do Grupo de Conjuntura do Ipea, conferir a Visão geral da conjuntura, disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/09/26/visao-geral-da-conjuntura-5/>>.

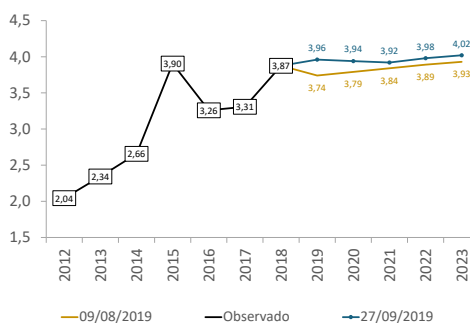
6 Neste caso, foi feita uma aproximação a partir das taxas de inflação implícita em swaps de um e de dois anos. A inflação implícita em swaps é calculada pela comparação entre as cotações do swap DI x pré (que dá a taxa nominal prefixada) e do DI x IPCA, cotado em termos de juros reais. A inflação implícita em títulos públicos para 2020 foi calculada a partir dos vértices disponibilizados pela Anbima.

**GRÁFICO 5**  
Expectativa de inflação para 2021 e 2022 – média do Focus/BCB  
(Em %)



Fonte: BCB, Anbima e BM&F/Bovespa.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs: Último dado de 27 de setembro de 2019.

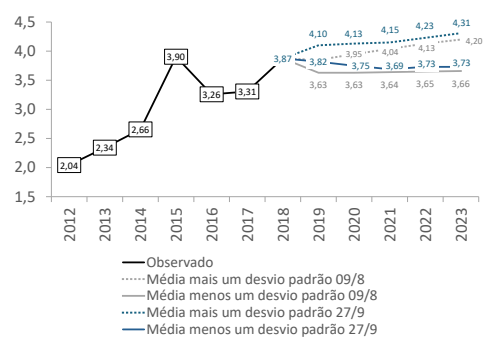
**GRÁFICO 6**  
Expectativas para a taxa de câmbio real/dólar: fim do ano\*  
(Em R\$)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado/BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
\*Média da amostra completa.

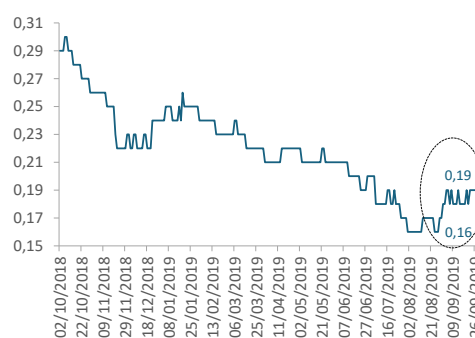
Considerando o intervalo de um desvio-padrão para cima e para baixo, o teto das expectativas, comparando 9 de agosto com 27 de setembro, passou de R\$ 3,95 para R\$ 4,13 em dezembro de 2020; e o piso, de R\$ 3,63 para R\$ 3,75 (gráfico 7). Assim, mesmo levando em conta o teto das expectativas para 2020, a taxa de câmbio terminaria o ano que vem mais ou menos no mesmo patamar em que se encontra hoje (R\$ 4,15, em 2 de outubro). Ao longo de setembro, a dispersão (um desvio-padrão) das projeções para o valor do dólar no fim de 2020 aumentou de R\$ 0,16 para R\$ 0,19 – de 4,2% para 4,8% da projeção média (gráfico 8).

**GRÁFICO 7**  
Expectativas para a taxa de câmbio real/dólar: fim do ano – intervalo de um desvio padrão a mais e a menos  
(Em R\$)



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

**GRÁFICO 8**  
Expectativas para a taxa de câmbio real/dólar: fim do ano – desvio padrão  
(Em R\$)



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

### 3 PIB

A tabela 2 traz uma coletânea de quatro fontes para o crescimento do PIB em 2019 e 2020, que não diferem muito entre si. A média indica crescimento de 0,9% em 2019 e 2,0% em 2020.



TABELA 2

Projeção de crescimento do PIB para 2019 e 2020 por diversas fontes  
(Em %)

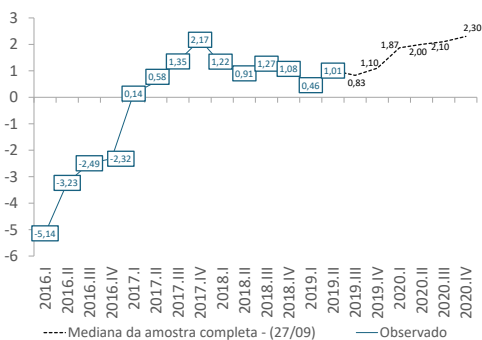
	2019	2020
Grupo de Conjuntura Ipea (26/9)	0,8	2,1
Focus (27/9)	0,9	2,0
Relatório de inflação BCB (Selic e câmbio Focus)	0,9	1,8
Parâmetros PLOA (10/7/2019)	0,8	2,2
Média	0,9	2,0

Fontes: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea, BCB, Anbima, B3, Ministério da Economia.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Depois que deixou o terreno negativo, no primeiro trimestre de 2017, quando o PIB variou 0,14% sobre o mesmo trimestre de 2016, a taxa de crescimento interanual elevou-se até 2,17% no último trimestre daquele ano. Mas, depois, passou a oscilar em torno de 1%. As expectativas captadas pelo sistema Focus indicam crescimento dessa taxa ao longo de 2020, chegando ao quarto trimestre do ano que vem a 2,30% (gráfico 9), já próxima da taxa anual esperada a partir de 2021, de cerca de 2,5% (gráfico 10). Num cenário “otimista” (isto é, com o acréscimo de um desvio-padrão das projeções), a taxa a partir de 2021 poderia se aproximar de 3%; num cenário menos favorável, de 2% (intervalos no gráfico 10).

GRÁFICO 9

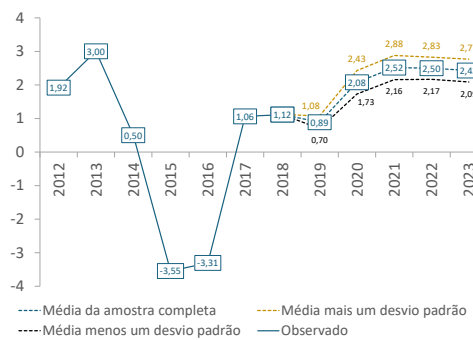
Expectativas para o crescimento do PIB trimestral, variação sobre o mesmo trimestre do ano anterior (Em %)



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

GRÁFICO 10

Expectativas para o crescimento do PIB anual (Em %)



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

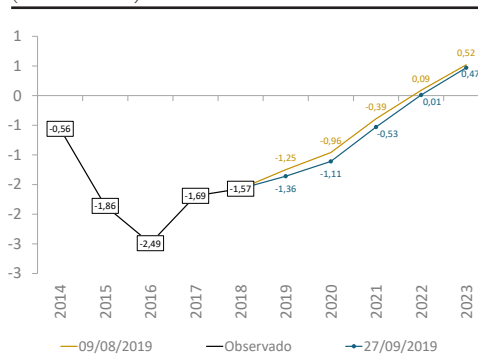
## 4 Variáveis fiscais

As projeções para o resultado primário do setor público para os próximos quatro anos, captadas pelo Focus/BCB, passaram por revisão para baixo, mas continuam mostrando recuperação paulatina, com equilíbrio entre receita e despesa alcançado em 2022, e *superavit* de aproximadamente 0,5% do PIB no ano seguinte, pela média das previsões (gráfico 11).

O gráfico 12 mostra a evolução da dívida bruta do governo geral (governo central, estados e municípios), em porcentagem do PIB, em duas datas, de acordo com a

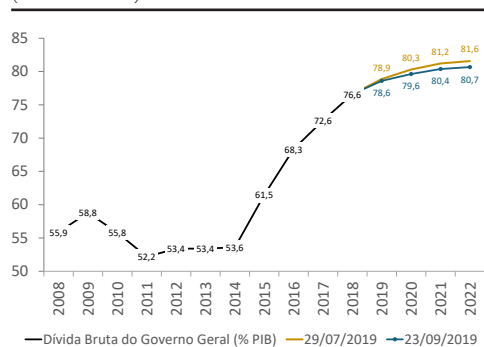
pesquisa Prisma Fiscal, feita pela SPE/ME: 29 de julho e 23 de setembro de 2019. Continua a trajetória esperada de crescimento da dívida como porcentual do PIB, porém tendendo à estabilidade. Houve, no entanto, pequena melhora com relação ao nível da dívida, com a dívida esperada passando, por exemplo, em 2021, de 81,2% do PIB para 80,4%. Como as projeções de resultado primário captadas pelo Prisma são semelhantes às recolhidas pelo BCB, pode-se atribuir essa melhora à expectativa de menores juros, como visto anteriormente. A esse respeito, a nota técnica do Grupo de Conjuntura do Ipea, *A política fiscal e o teto dos gastos públicos*,<sup>7</sup> aborda a sensibilidade da trajetória da dívida à taxa de juros, comparando três cenários de longo prazo, até 2030 (gráfico 13).

GRÁFICO 11  
Resultado fiscal primário do setor público (Focus/BCB)  
(Em % do PIB)



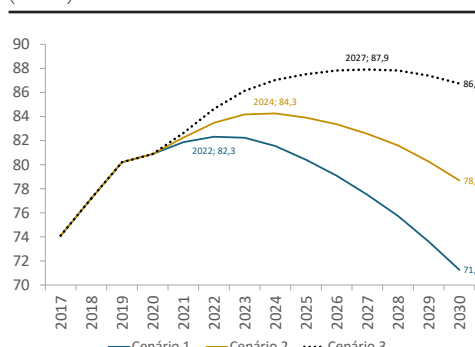
Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado/BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
\*Média da amostra completa.

GRÁFICO 12  
Dívida bruta do governo geral  
(Em % do PIB)



Fonte: Prisma Fiscal/SPE/ME.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Governo geral corresponde a governo central (Tesouro Nacional, BCB e Instituto Nacional do Seguro Social – INSS), estados e municípios.

GRÁFICO 13  
Evolução da relação da dívida bruta sobre o PIB entre 2020 e 2030 para diferentes cenários de taxa de juros  
(Em %)



Elaboração: Dimac/Ipea.  
Nota: Cenário 1 – juros de 6,0%; Cenário 2 – 7,0%; Cenário 3 – 8,0%. PIB e inflação comuns aos três cenários. Para detalhamento, ver a Nota Técnica.

## 5 Crédito

No último relatório trimestral de inflação, o BCB apresentou um box com projeções para o saldo de crédito no Sistema Financeiro Nacional (SFN),<sup>8</sup> reproduzidas a seguir. A taxa de crescimento do crédito livre em 2020 é esperada semelhante à de 2019. De acordo com o relatório, o crédito para pessoa física com recursos livres deve crescer, em 2020, um pouco menos que em 2019, por causa da recente tendência de aumento no comprometimento mensal da renda familiar com o serviço da dívida. No crédito direcionado, é esperada significativa melhora, com a

7 De autoria de José Ronaldo de C. Souza Júnior, Paulo M. Levy, Felipe dos Santos Martins, Adriana C. Baca e Francisco Eduardo de L. A. Santos. Disponível em: <<http://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2019/09/26/a-politica-fiscal-e-o-teto-dos-gastos-publicos/>>.

8 Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/boxrelatoriosinf/ri201909b2p.pdf>>.

variação passando de negativa (-1,8%) em 2019 para positiva (3,6%) em 2020. O crédito direcionado para pessoas físicas, que deve crescer 6% em 2019, crescerá 9% em 2020, por influência, principalmente, de melhores perspectivas de vendas de imóveis residenciais, segundo o relatório.

TABELA 3

**Saldo de crédito**

(Var % em 12 meses)

Saldo de Crédito	Ocorrido			Projeção	
	2017	2018	Ago 2019	2019	2020
<b>Total</b>	-0,5	5,0	4,8	5,7	8,1
<b>Livres</b>	1,8	10,7	11,5	12,0	11,4
PF	5,2	10,9	14,9	15,5	13,0
PJ	-1,9	10,4	7,5	8,0	9,5
<b>Direcionados</b>	-2,7	-0,9	-2,7	-1,8	3,6
PF	6,1	5,4	5,5	6,0	9,0
PJ	-11,1	-8,1	-12,7	-12,0	-5,0
<b>TOTAL PF</b>	<b>5,7</b>	<b>8,2</b>	<b>10,4</b>	<b>11,0</b>	<b>11,2</b>
<b>TOTAL PJ</b>	<b>-6,6</b>	<b>1,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>3,8</b>

Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



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

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor  
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos – Diretor Adjunto



### **Grupo de Conjuntura**

#### **Equipe Técnica:**

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  
Sandro Sacchet de Carvalho

#### **Equipe de Assistentes:**

Adriana Cabrera Baca  
Ana Cecília Kreter  
Augusto Lopes dos Santos Borges  
Felipe dos Santos Martins  
Felipe Moraes Cornelio  
Felipe Simplicio Ferreira  
Helena Nobre de Oliveira  
Janine Pessanha de Carvalho  
Leonardo Simão Lago Alvite  
Matheus Souza Peçanha  
Pedro Mendes Garcia

---

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