

## CRÉDITO E JUROS

# Boletim de expectativas - Dezembro de 2022<sup>1</sup>

## Sumário

Este *Boletim de Expectativas* aborda as variáveis fiscais coletadas pela pesquisa Focus do Banco Central do Brasil (BCB) – e outras – ilustrando sua evolução cotejada com fatos relevantes, como emendas constitucionais recentes que aumentaram gastos. O resultado primário e a dívida pública projetados pioraram recentemente.

## Expectativas para variáveis fiscais na economia brasileira

A questão fiscal está no centro das atenções, de modo que vamos também focar esse assunto neste *Boletim*. A análise aqui feita apenas indica interpretações possíveis dos movimentos observados nas expectativas dos agentes econômicos e outras variáveis. Vale notar que, além da dificuldade usual de estabelecer relações de causalidade entre as variáveis em questão, a análise apresenta também a limitação de pressupor consistência entre expectativas para variáveis distintas, formadas por agentes provavelmente diferentes em grande medida, o que pode ser uma limitação importante.

O principal evento recente nessa área foi a eleição presidencial e, em seguida, a discussão sobre a Proposta de Emenda à Constituição (PEC) nº 32/2022,<sup>2</sup> que permite o aumento de gastos do governo federal. O gráfico 1 sugere que o processo teve influência nas expectativas sobre o resultado primário do setor público, no sentido de deteriorá-las pelos menos pelos próximos seis anos. Para 2023, logo antes do segundo turno das eleições, era esperado déficit de 0,6% do produto interno bruto (PIB); em 16 de dezembro, essa expectativa havia aumentado 0,4 pontos percentuais (p.p.), ou seja, para 1% do PIB. Nos demais anos selecionados, a piora no resultado primário esperado foi de 0,6 p.p. O gráfico assinala também o dia 14 de julho, quando foi promulgada a PEC nº 15/2022,<sup>3</sup> porque, em algumas variáveis, é possível observar alterações também naquela época. Como a discussão da PEC antecede a sua promulgação, a sua assinalação no gráfico não quer sugerir que o efeito nas variáveis viria depois dela, mas apenas apontar o momento e seu entorno. A despesa esperada com juros – obtida pela diferença entre a expectativa para os resultados nominal e primário – não mudou muito após o segundo turno (gráfico 2), ficando as alterações no resultado nominal esperado (gráfico 3), por conta, portanto, da evolução do primário

**Estêvão Kopschitz Xavier Bastos**  
Coordenador de Conjuntura na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea)

estevao.bastos@ipea.gov.br

Divulgado em 23 de dezembro de 2022.

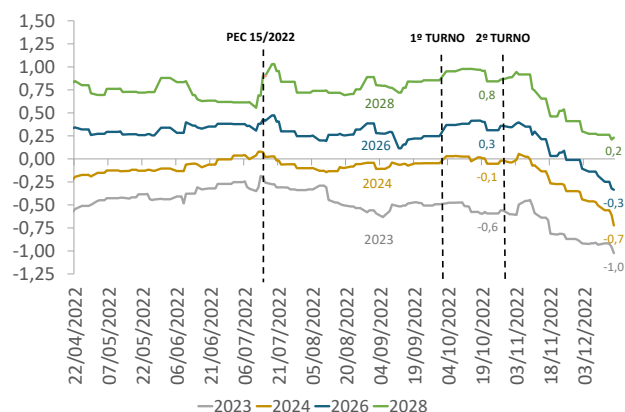
1. Com informações até 22 de dezembro de 2022.

2. Promulgada em 21 de dezembro de 2022 como Emenda Constitucional nº 126. “Permite ao novo governo deixar o valor de R\$ 145 bilhões do orçamento de 2023 fora do teto de gastos. Esses recursos devem ser utilizados para bancar despesas com o Bolsa Família, o Auxílio Gás e a Farmácia Popular, entre outras. (...) Como regra permanente, inclusive para 2022, a PEC exclui do teto de gastos 6,5% do excesso de arrecadação de receitas correntes verificado no ano anterior, limitados, em todos os exercícios, ao montante calculado em relação ao excesso de 2021, equivalente a R\$ 22,9 bilhões. O dinheiro poderá ser usado apenas em despesas com investimentos, mas essa exclusão do teto abre margem para uso do mesmo valor com outras finalidades, até mesmo em mais investimentos”. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2022/12/21/senado-confirma-mudancas-da-camara-e-aprova-pec-da-Transicao>>.

3. Emenda Constitucional nº 123, que possibilitou “ao governo gastar por fora do teto de gastos mais R\$ 41,25 bilhões até o fim do ano para aumentar benefícios sociais [como o aumento do Auxílio Brasil de R\$ 400,00 para 600,00], conceder ajuda financeira a caminhoneiros e taxistas, ampliar a compra de alimentos para pessoas de baixa renda e diminuir tributos do etanol”. Disponível em: <<https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2022/07/14/congresso-promulga-emendas-do-estado-de-emergencia-e-do-piso-salarial-da-enfermagem>>.

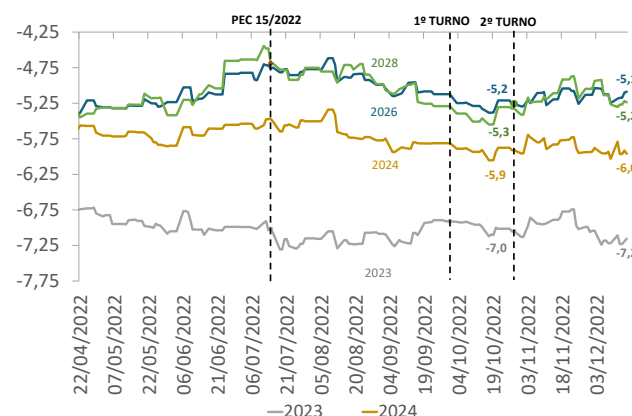
esperado. Note-se que os gráficos ilustram que, depois da piora de 2022 para 2023 (não mostrada),<sup>4</sup> os números deverão melhorar ao longo dos anos, e isso já era esperado antes; a novidade é que o resultado projetado para cada ano vem piorando. Como as expectativas para o PIB parecem não ter se alterado após o segundo turno (gráfico 4),<sup>5</sup> a piora na trajetória projetada para a dívida pública em porcentagem do PIB (gráficos 5 e 6) parece ser explicada, então, principalmente, pela piora no resultado primário.

**GRÁFICO 1**  
**Resultado primário do setor público esperado para anos selecionados**  
 (Em % do PIB)



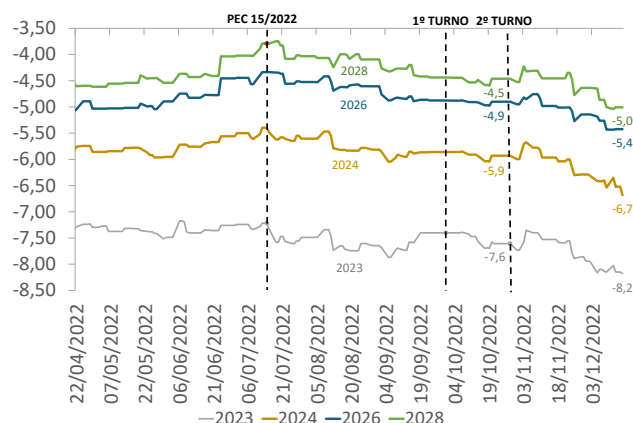
Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias.

**GRÁFICO 2**  
**Resultado do setor público esperado para anos selecionados: juros**  
 (Em % do PIB)



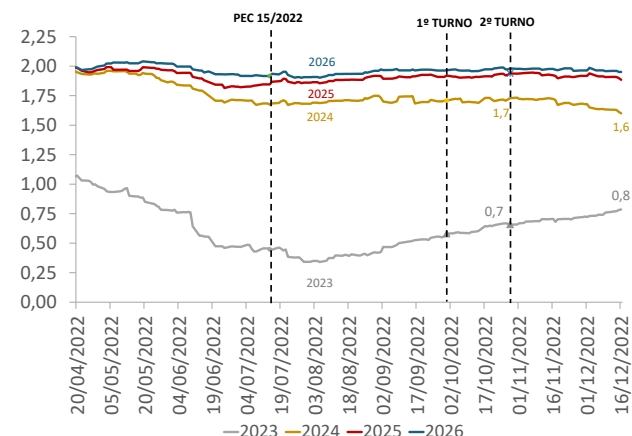
Fonte: Ipea, a partir de dados do BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias. O BCB não divulga essa série, obtida pela diferença entre as projeções para os resultados nominal e primário.

**GRÁFICO 3**  
**Resultado nominal do setor público esperado para anos selecionados**  
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias.

**GRÁFICO 4**  
**PIB: crescimento esperado para anos selecionados**  
 (Em %)

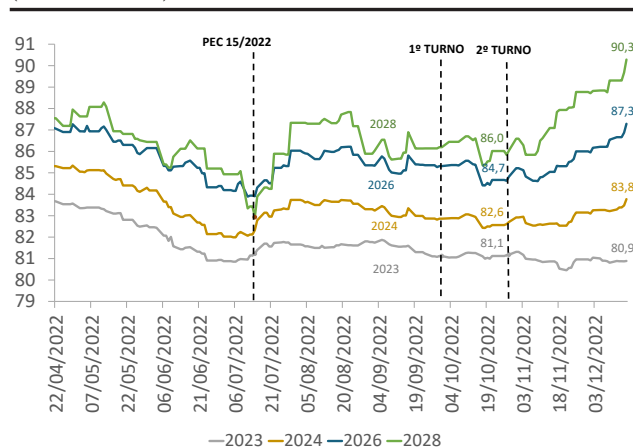


Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias.

4. Em 16 de dezembro, a Focus mostrava superávit de 1,2% do PIB esperado para 2022 (média da amostra dos últimos trinta dias).

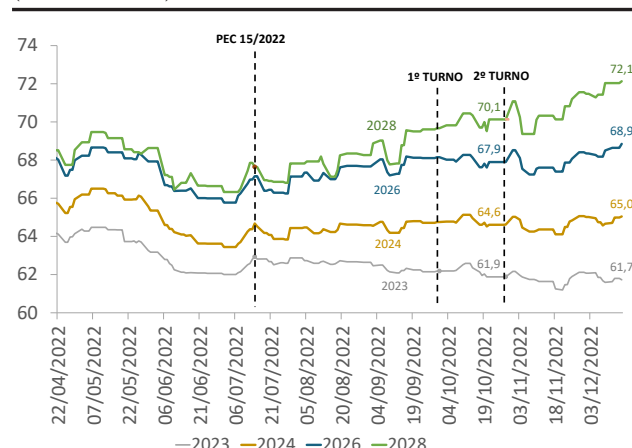
5. A projeção para 2023 melhorou, mas apenas continuando um processo prévio de revisões. A de 2024 piorou um pouco, talvez pela percepção de que a política monetária precisará ficar apertada por mais tempo, em parte, pelo menos, por causa das expectativas deterioradas no lado fiscal. De qualquer forma, ainda não houve piora significativa, se comparada com a do resultado primário.

**GRÁFICO 5**  
**Dívida bruta do governo geral: evolução esperada para anos selecionados**  
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias.

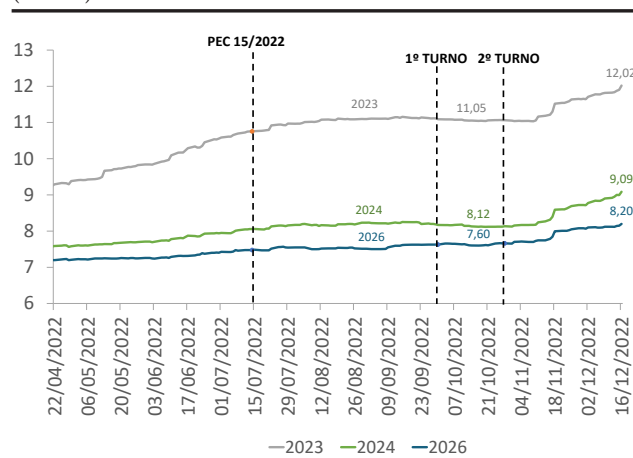
**GRÁFICO 6**  
**Dívida líquida do setor público: evolução esperada para anos selecionados**  
 (Em % do PIB)



Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias.

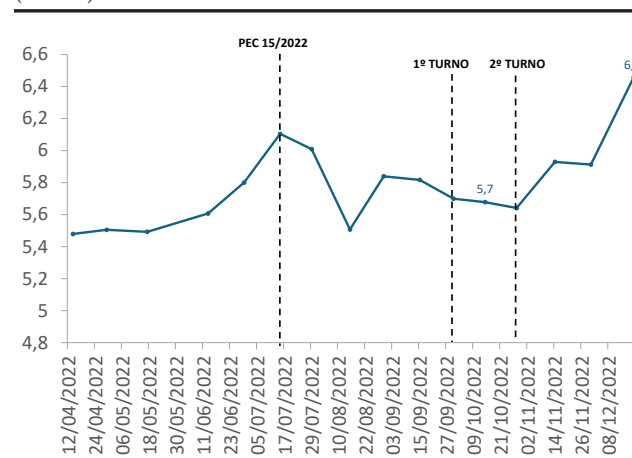
A taxa Selic esperada também subiu (gráfico 7), e é possível que tenha sido resultado, ao menos em parte, da piora na trajetória esperada da dívida pública, uma vez que a dívida maior é associada a maior risco, e este, por sua vez, a maior retorno esperado. Também as maiores despesas podem ser associadas a mais inflação e à necessidade de combatê-la com taxas de juros mais altas. A Selic é uma taxa de curto prazo, mas influencia as demais taxas da economia, sendo também, naturalmente, influenciada pelas tendências de mercado, das quais o BCB não pode se afastar muito. O gráfico 8 mostra a elevação da taxa de juros real, isto é, acima do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), para cinco anos, obtida da estrutura a termo da taxa de juros do mercado secundário de títulos públicos. Ela subiu bastante depois do segundo turno. O gráfico ainda ilustra como essa taxa subiu também na época da PEC nº 15/2022, recuando em seguida.

**GRÁFICO 7**  
**Taxa Selic esperada para anos selecionados**  
 (Em %)



Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Pesquisa Focus, média da amostra dos últimos trinta dias. Taxa do fim do ano.

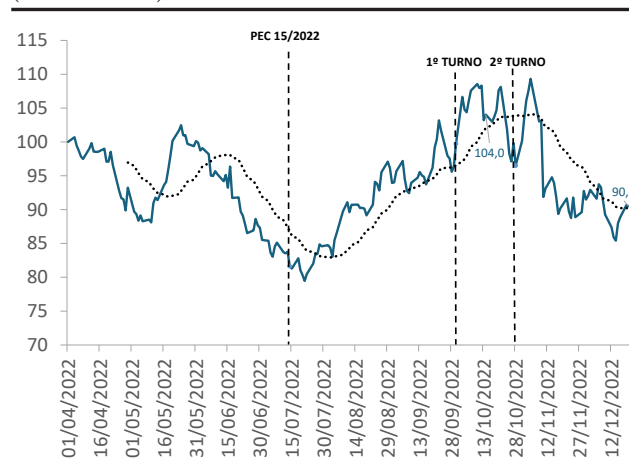
**GRÁFICO 8**  
**Taxa de juros real de cinco anos**  
 (Em %)



Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Estrutura a termo da taxa de juros do mercado secundário de títulos públicos.

Como se sabe, o preço de uma ação depende do fluxo futuro de rendimentos da empresa, descontado a valor presente. A taxa de desconto é influenciada pela taxa de juros *ex ante*. Assim, como consequência da elevação da taxa de juros, tudo o mais constante, a bolsa cai. Como a bolsa brasileira costuma refletir os movimentos das bolsas internacionais, para reduzir esse efeito, dividimos o Ibovespa em dólares pelo S&P 500, índice de ações dos Estados Unidos, de modo que o movimento desse índice relativo reflita fatores internos mais que o índice original.<sup>6</sup> O resultado está no gráfico 9, que mostra que esse indicador caiu cerca de 13% depois do segundo turno, tomando a média de 21 dias úteis para o cálculo.<sup>7</sup> Há muitos fatores que influenciam a bolsa brasileira, mas a taxa de juros é sempre relevante e existe a possibilidade de sua (da taxa de juros) elevação recente decorrer, ao menos em parte, das incertezas na área fiscal.

GRÁFICO 9  
Índice relativo Ibovespa/S&P 500  
(1/4/22 = 100)



Fonte: Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs: Ibovespa em dólares.

6. O índice assim calculado ainda poderia responder a fatores externos – por exemplo, que afetem mais fortemente países emergentes (ou o Brasil, especificamente) relativamente aos Estados Unidos.

7. Na mesma medida, o Ibovespa em reais caiu 6% entre 28/10/2022 (véspera do segundo turno) e 16/12; comparando apenas as cotações nas duas datas, a queda foi de 10%.

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

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Diretor)  
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Diretor Adjunto)

**Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:**

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Editor)  
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos (Editor)  
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos (Editor)  
Fábio Servo  
José Ronaldo de Castro Souza Júnior  
Leonardo Mello de Carvalho  
Maria Andréia Parente Lameiras  
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa  
Sandro Sacchet de Carvalho

**Pesquisadores Visitantes:**

Ana Cecília Kreter  
Andreza Aparecida Palma  
Antônio Carlos Simões Florido  
Cristiano da Costa Silva  
Felipe Moraes Cornelio  
Paulo Mansur Levy  
Sidney Martins Caetano

**Equipe de Assistentes:**

Alexandre Magno de Almeida Leão  
Antonio Henrique Carlota de Carvalho  
Caio Rodrigues Gomes Leite  
Diego Ferreira  
Diego Rosalino Marques  
Felipe dos Santos Martins  
Izabel Nolau de Souza  
Marcelo Lima de Moraes  
Pedro Mendes Garcia  
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

**Design/Diagramação:**

Augusto Lopes dos Santos Borges  
Leonardo Simão Lago Alvite

---

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.

---