

JULHO DE 2020

## Boletim de Expectativas

### Sumário

Este *Boletim* apresenta uma compilação de expectativas para diversas variáveis econômicas, coletadas de diferentes fontes. Depois que a pandemia começou a afetar as expectativas para as variáveis macroeconômicas, o produto interno bruto (PIB) esperado para 2020 na coleta realizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) passou por continuadas revisões ao longo de cerca de quatro meses, até a queda esperada se estabilizar em 6,5%. Recentemente, iniciou-se um movimento de revisão para cima: a previsão média passou para -6,3% e a mediana, para -6,1%. Na última *Visão Geral da Conjuntura*,<sup>1</sup> o Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea manteve, para 2020, a projeção de queda de 6,0%, publicada em 9 de junho. As previsões para 2021 apontam para crescimento próximo a 3,5%. Também de acordo com a média do Sistema de Expectativas de Mercado do BCB, o *deficit* primário do setor público consolidado esperado para 2020 aumentou para 10,8% do PIB, de 7,5% na última edição deste *Boletim*, que tinha data de referência para as projeções em 22 de maio. A dívida pública líquida, para a qual o mercado esperava, antes da pandemia e os gastos dela decorrentes, uma trajetória suave de elevação, de 55,7% do PIB em 2019 para 59,6% em 2024, passará, agora, por um salto para 67,4% do PIB em 2020 e espera-se que retorne o crescimento suave, chegando a 71,2% em 2024. A *Visão Geral da Carta de Conjuntura* do Ipea apresentou projeções para a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), segundo as quais, em função da deterioração fiscal causada pela pandemia, a DBGG em proporção do PIB deve aumentar de 75,8% no fim de 2019 para 93,7% no fim de 2020 (previsão feita antes da extensão do prazo do auxílio emergencial). Apesar do aumento da dívida pública, são previstos (na pesquisa do BCB) gastos menores com juros neste e nos quatro anos seguintes: ou seja, na previsão de despesa com juros, que decorre da combinação entre o valor da dívida e a taxa de juros que sobre ela incide, a expectativa de taxa de juros menor mais do que compensa a previsão de aumento da dívida, levando a despesas previstas com juros menores do que antes da pandemia. Também anteriormente à pandemia, a expectativa de mercado quanto à evolução da taxa de câmbio real/dólar para este e os próximos quatro anos era de estabilidade entre R\$ 4,00 e R\$ 4,20, aproximadamente, considerando a taxa média anual. Agora, após a taxa média do ano subir de R\$ 3,95 para R\$ 5,14 entre 2019 e 2020, o mercado espera que passe a declinar aos poucos, até R\$ 4,80 em 2023. O *deficit* em transações correntes no balanço de pagamentos, que foi de US\$ 51 bilhões em 2019, deve se reduzir, em 2020, para cerca de US\$ 8 bilhões. Depois, voltaria a aumentar, mas sempre superado com folga pela expectativa de investimento direto no país. Para a taxa Selic definida pelo

**Estêvão Kopschitz Xavier Bastos**

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

estevao.bastos@ipea.gov.br

Texto elaborado com informações até 14 de  
julho de 2020.

<sup>1</sup> Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/06/visao-geral-da-conjuntura-7/>>.

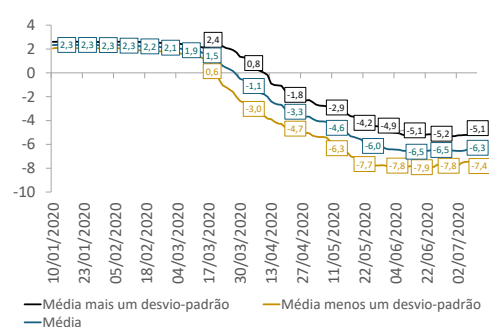
Comitê de Política Monetária (Copom), a média dos analistas espera um último corte, em 5 de agosto, de 0,25 ponto percentual (p.p.) e sua permanência em 2,00% ao ano por vários meses. Na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ), os vértices mais longos, que haviam subido bastante, voltaram aos valores pré-pandemia. O retorno dos juros longos aos níveis anteriores também é percebido nas taxas médias dos leilões de títulos prefixados do Tesouro. A projeção média do sistema de expectativas do BCB para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em 2020 aponta para 1,72%; a inflação prevista para 2021 está bem abaixo da meta; para 2022, um pouco abaixo; e para 2023, um pouco acima.

## 1 PIB

No sistema de expectativas do BCB, a média e a mediana da projeção da queda do PIB esperada para este ano haviam se estabilizado, ambas, em 6,5% e, recentemente, entre 3 e 10 de julho, melhoraram: a média passou para -6,3% e a mediana, para -6,1% (gráfico 1). Na última *Visão Geral da Conjuntura*, o Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea manteve, para 2020, a projeção de queda de 6,0%, que havia sido apresentada em 9 de junho, quando da revisão das projeções em relação às apresentadas em março. A projeção do Ipea para 2021 também foi mantida em crescimento de 3,6%, equivalente à média das projeções do sistema de expectativas do BCB, que está em 3,5% (gráfico 2).

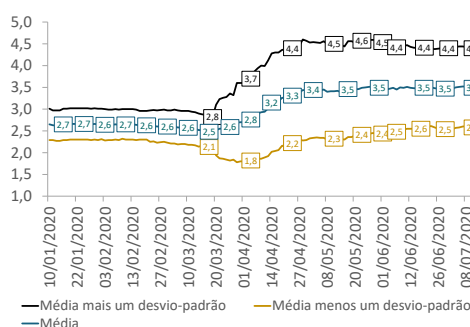
Essas taxas esperadas para 2020 e 2021 serão compostas de taxas trimestrais, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, bem heterogêneas, o que está ilustrado nos gráficos 3 e 4. O dado do primeiro trimestre deste ano já é conhecido: houve queda de 0,3% em relação ao período de janeiro a março de 2019 – queda, aliás, aquém da esperada pelas últimas projeções, de 0,6%. A queda interanual esperada para o segundo trimestre já esteve em 14% e, na coleta mais recente do BCB, é de 13%. O terceiro trimestre registraria -7,2% e o quarto, -4,3%. Em 2021, como reflexo do comportamento do PIB em 2020, a dispersão das taxas trimestrais em relação à média anual continua: o primeiro trimestre ainda apresentaria redução de 1,6% em relação ao primeiro de 2020; o segundo registraria crescimento de 8,6%; o terceiro, de 4,2%; e o último, de 2,8%.

GRÁFICO 1  
Expectativa para o crescimento do PIB (2020)  
(Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs: Último dado 10 de julho de 2020.

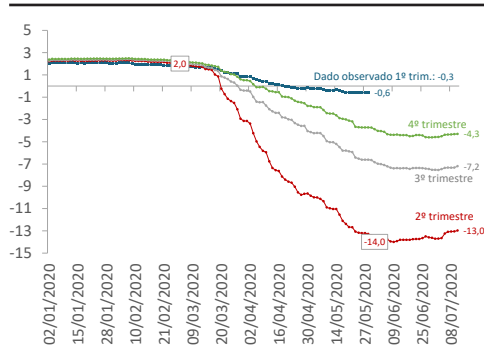
GRÁFICO 2  
Expectativa para o crescimento do PIB (2021)  
(Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs: Último dado 10 de julho de 2020.

GRÁFICO 3

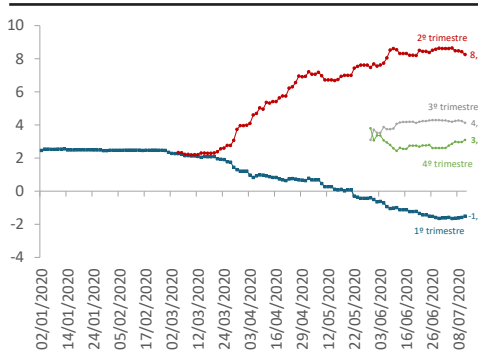
Expectativa para o crescimento do PIB por trimestre (2020)  
(Em %, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs: Últimos dados de 10 de julho de 2020.

GRÁFICO 4

Expectativa para o crescimento do PIB por trimestre (2021)  
(Em %, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior)

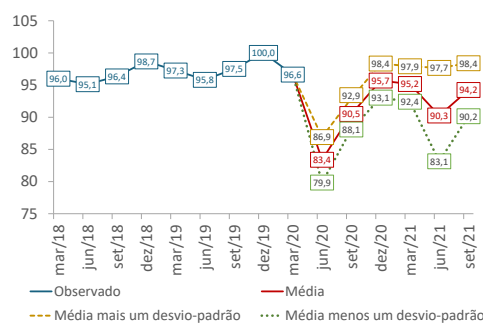


Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs: Últimos dados de 10 de julho de 2020.

Se aplicarmos essa variação percentual sobre o mesmo trimestre do ano anterior das expectativas coletadas pelo BCB à série do PIB trimestral dessazonalizado do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), obtemos uma trajetória prevista para o nível dessazonalizado do PIB. No gráfico 5, nota-se que o nível do quarto trimestre de 2019 não será atingido, após a recuperação, pelo menos até o terceiro trimestre do ano que vem, nem mesmo no cenário otimista (média mais um desvio-padrão). Note-se que esse cálculo, no entanto, revela uma possível inconsistência nas taxas médias projetadas, pois elas levariam a uma queda no PIB dessazonalizado no segundo trimestre de 2021.

GRÁFICO 5

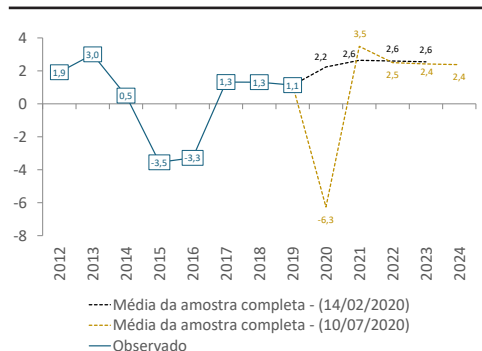
PIB trimestral com ajuste para a sazonalidade  
(4º trimestre de 2019 = 100)



Fonte: BCB e IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs: Últimos dados de 10 de julho de 2020.

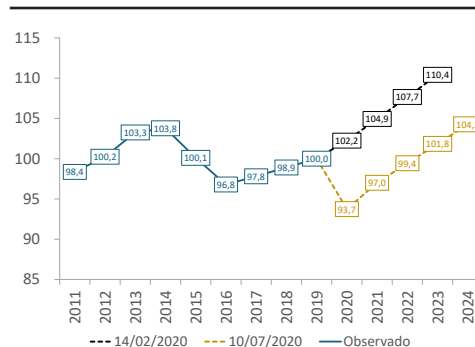
O gráfico 6 compara as taxas de crescimento do PIB previstas para 2020 a 2023 antes dos efeitos da pandemia com as previsões mais recentes. Depois da forte queda em 2020 e do crescimento em 2021 maior do que o anteriormente previsto, em 2022 e 2023 as taxas de crescimento anual voltam ao que já era esperado anteriormente, isto é, em torno de 2,5%. Essa sequência de taxas de variação leva a que o PIB, em termos reais, só recupere o nível de 2019 entre 2022 e 2023, como ilustrado no gráfico 7.

GRÁFICO 6  
Crescimento do PIB anual: projeção pré-pandemia e projeção mais recente (Em %)



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

GRÁFICO 7  
Evolução do PIB em volume de acordo com o crescimento projetado pré-pandemia e com a projeção mais recente (2019=100)



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

## 2 Fiscal

De acordo com a média do Sistema de Expectativas de Mercado do BCB, o *deficit* primário do setor público consolidado<sup>2</sup> esperado para 2020 aumentou para 10,8% do PIB (na última edição deste Boletim, com a data de referência em 22 de maio de 2020, a expectativa era de um *deficit* de 7,5% do PIB). Espera-se que o *deficit* seja reduzido para 3,0% do PIB em 2021 e continue diminuindo até 0,6% do PIB em 2024 (gráfico 8). No gráfico, observa-se que, antes dos efeitos da pandemia (14 de fevereiro de 2020), a expectativa era de *deficit* de 1,1% do PIB neste ano, e a progressiva melhora faria o equilíbrio ser alcançado em 2022 e um *superavit* de 0,5% do PIB, no ano seguinte.

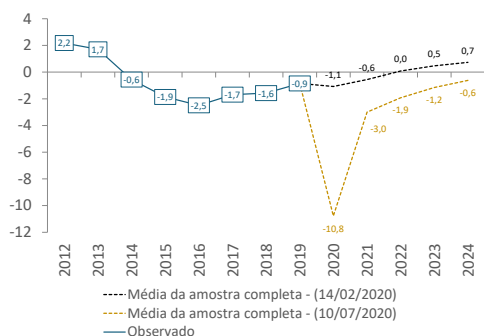
O gráfico 9 mostra a evolução esperada para o resultado nominal do setor público consolidado conforme pesquisado pelo BCB: antes da pandemia, esperava-se *deficit* de 5,5% do PIB em 2020, com redução entre 0,4% e 0,3% do PIB por ano, chegando a 2024 em 4,2% do PIB. Agora, o mercado espera um *deficit* de 14,5% do PIB em 2020, seguido de uma trajetória contínua de recuperação, mas correndo sempre por baixo da anterior.

O BCB divulga projeções para os resultados nominal e primário do setor público consolidado. Não publica para as despesas com juros, mas é possível obtê-las pela diferença entre o nominal e o primário, e as apresentamos no gráfico 10. Apesar do forte aumento da dívida pública, por causa das medidas de combate à pandemia e à recessão, são previstos gastos menores com juros neste ano e nos seguintes: os juros desembolsados são resultado do valor da dívida e da taxa de juros que incide sobre ela; assim, a expectativa de taxa de juros menor mais do que compensa a previsão de aumento da dívida na dinâmica dos próximos anos, levando a despesas com juros menores do que o previsto antes da pandemia.

<sup>2</sup> “As necessidades de financiamento do setor público incluem o governo federal (Tesouro Nacional e Sistema de Previdência Social), os governos estaduais e municipais, as empresas estatais das três esferas de governo (exceto Petrobras e Eletrobras) e o Banco Central do Brasil.” (Fonte: metadados do Sistema gerenciador de séries do BCB).

GRÁFICO 8

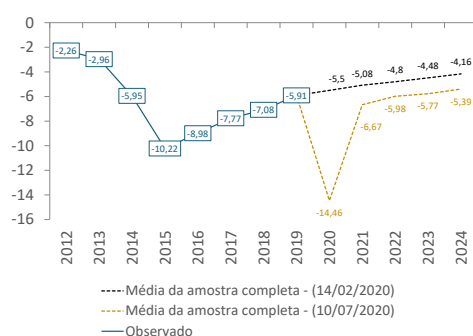
Resultado primário: projeção recente comparada com a previsão pré-pandemia (Em % do PIB)



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

GRÁFICO 9

Resultado nominal do setor público consolidado comparado com a projeção pré-Covid-19 (Em % do PIB)

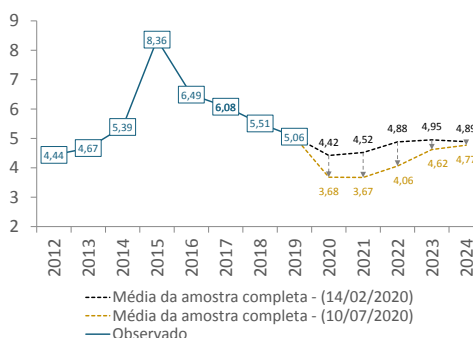


Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A dívida pública líquida, para a qual se esperava, antes da pandemia e os gastos dela decorrentes,<sup>3</sup> uma trajetória suave de elevação, de 55,7% do PIB em 2019 para 59,6% em 2024, passará, agora, por um salto para 67,4% do PIB em 2020 e retomaria o crescimento suave, chegando a 71,2% em 2024 (gráfico 11). A *Visão Geral da Carta de Conjuntura* nº 47 do Ipea apresentou projeções para a DBGG:<sup>4</sup> “Espera-se que, em função da deterioração fiscal causada pela pandemia, a DBGG em proporção do PIB aumente de 75,8% no final de 2019 para 93,7% no final de 2020. Vale notar que este aumento poderá ser ainda maior, caso alguns dos atuais programas emergenciais de apoio à saúde e à economia sejam estendidos além do tempo originalmente previsto”. Para os anos seguintes, a *Visão Geral* apresenta dois cenários (elaborados antes da extensão do tempo do auxílio emergencial), cuja principal diferença está na trajetória do PIB. Em um deles, a DBGG se estabiliza aproximadamente em torno de 100% do PIB; no outro, a trajetória é de redução ao longo dos próximos quinze anos (ver a seção para a descrição dos cenários).<sup>5</sup>

GRÁFICO 10

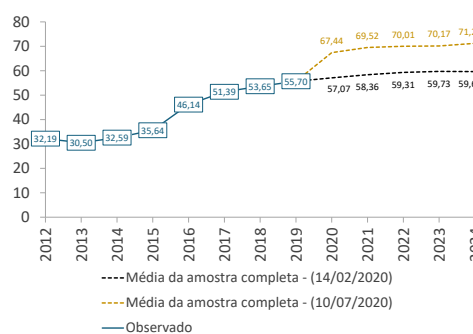
Despesa com juros do setor público consolidado comparada com a projeção pré-Covid-19 (Em % do PIB)



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

GRÁFICO 11

Dívida líquida do setor público consolidado (Em % do PIB)



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

3 A *Visão Geral da Carta de Conjuntura* nº 47 traz, em sua página 16, tabela com o resumo dos gastos da União no enfrentamento à Covid-19. O total de gastos previstos é de R\$ 404 bilhões, e as despesas pagas até 23 de junho eram de R\$ 177 bilhões

4 “A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) abrange o total dos débitos de responsabilidade do Governo Federal, dos governos estaduais e dos governos municipais, junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo. São incluídas também as operações compromissadas realizadas pelo Banco Central com títulos públicos. [...]. Os débitos de responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo não são abrangidos pelo conceito.” (Fonte: metadados do sistema gerenciador de séries do BCB).

5 Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2020/06/visao-geral-da-conjuntura-7/>>.

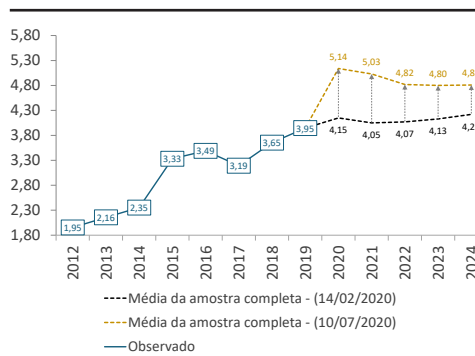


### 3 Taxa de câmbio e balanço de pagamentos

Anteriormente à pandemia, a expectativa quanto à evolução da taxa de câmbio real/dólar para este e os próximos quatro anos era de estabilidade da taxa nominal entre R\$ 4,00 e R\$ 4,20, aproximadamente, considerando a taxa média anual. Agora, após a taxa média subir de R\$ 3,95 em 2019 para R\$ 5,14 em 2020, passa a declinar aos poucos, até R\$ 4,80 em 2023 (gráfico 12).

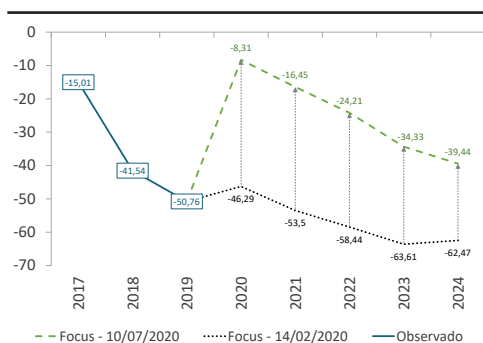
O *deficit* em transações correntes no balanço de pagamentos, que foi de US\$ 51 bilhões em 2019, deve se reduzir, em 2020, para cerca de US\$ 8 bilhões (gráfico 13). Depois volta a aumentar, mas sempre superado com muita folga pela expectativa de investimento direto no país (gráfico 14).

GRÁFICO 12  
Expectativas para a taxa de câmbio real/dólar: média do ano<sup>1</sup>  
(Em R\$)



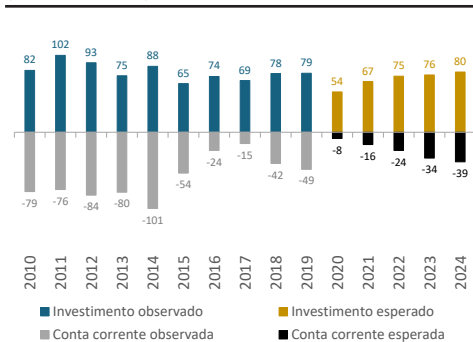
Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado/BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Nota: <sup>1</sup>Média da amostra completa.

GRÁFICO 13  
Expectativas para a conta corrente do balanço de pagamentos  
(Em US\$ bilhões)



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

GRÁFICO 14  
Balanço de pagamentos: expectativas para o investimento direto no país comparadas com evolução esperada para a conta corrente  
(Em US\$ bilhões)



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

### 4 Juros e inflação

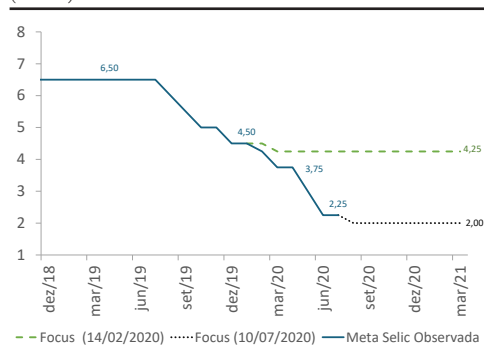
A projeção para a meta da taxa Selic, definida nas reuniões do Copom, sofreu significativa alteração após a pandemia. Como se pode ver no gráfico 15, esperava-se, de acordo com o Sistema de Expectativas de Mercado do BCB, que 4,25% seria o mínimo atingido pelo processo de afrouxamento monetário e que a taxa básica da economia permaneceria nesse nível por vários meses. Agora, espera-se que esse piso seja 2,00%, o que supõe um último corte de 0,25 p.p. na reunião de 5 de agosto, encerrando o ciclo. Na ETI<sup>1</sup>, a pandemia havia feito a curva nominal se inclinar, ficando mais baixa nos vértices mais curtos e mais alta nos longos

(comparando 14 de fevereiro com 15 de maio, por exemplo). Agora (13 de julho), as taxas longas (isto é, de maturidades superiores a cinco anos) voltaram aos níveis pré-Covid-19 e as curtas continuam abaixo (gráfico 16). Na ETIJ de juros reais, mostrada no gráfico 17, a elevação havia se dado ao longo de toda a sua extensão. De maio para cá, a curva toda se deslocou para baixo, e os vértices mais longos estão também equivalentes aos de antes da pandemia atingirem os mercados.

A ETIJ apresentada é calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) a partir das negociações de títulos do Tesouro Nacional no mercado secundário. O gráfico 18 traz a evolução das taxas dos leilões de títulos do Tesouro desde janeiro deste ano, para três títulos prefixados: Letra do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em janeiro de 2024; e Notas do Tesouro Nacional série F (NTN-F) de janeiro de 2027 e janeiro de 2031. O movimento também foi de elevação após eclosão da pandemia, com pico em meados de maio, mas, nos últimos leilões, as taxas já voltaram aos níveis pré-pandemia.

**GRÁFICO 15**

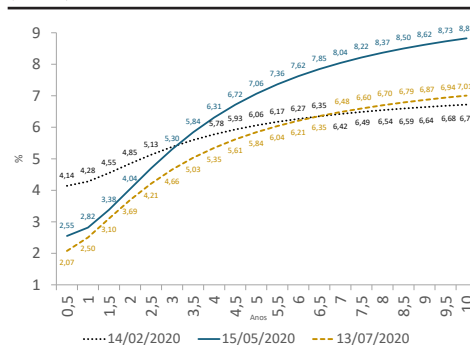
**Expectativa para as decisões do Copom (Selic), de acordo com Sistema de Expectativas de Mercado do BCB**  
(Em %)



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

**GRÁFICO 16**

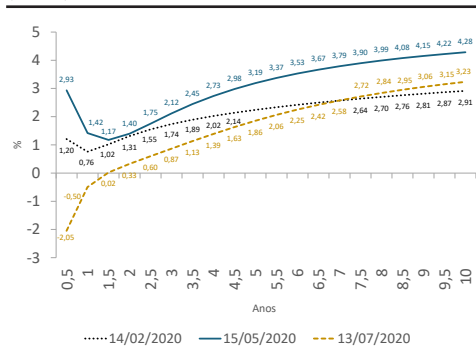
**Estrutura a termo da taxa de juros nominal**  
(Em %)



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

**GRÁFICO 17**

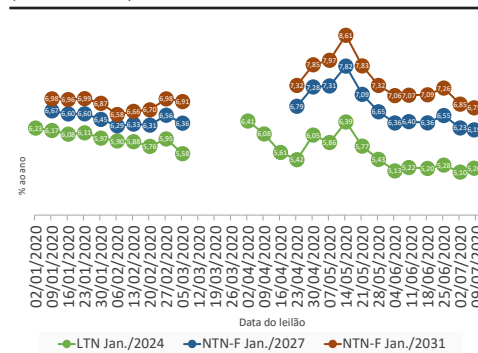
**Estrutura a termo da taxa de juros real**  
(Em %)



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

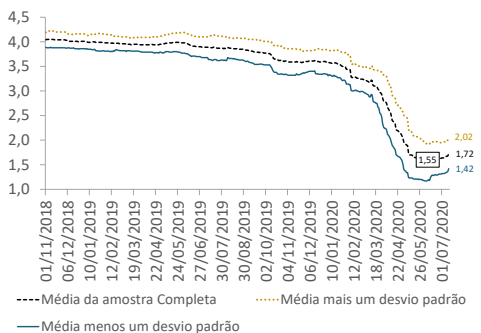
**GRÁFICO 18**

**Títulos prefixados em leilões do Tesouro Nacional: taxa média por título, por data do leilão e data do vencimento.**  
(Em % ao ano)



Fonte: Tesouro Nacional.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

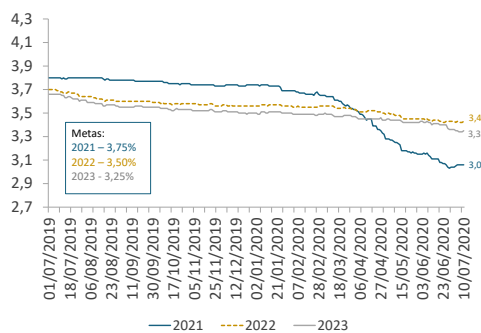
**GRÁFICO 19**  
**IPCA 2020: projeções do sistema de expectativas do Banco Central**  
 (Em %)



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

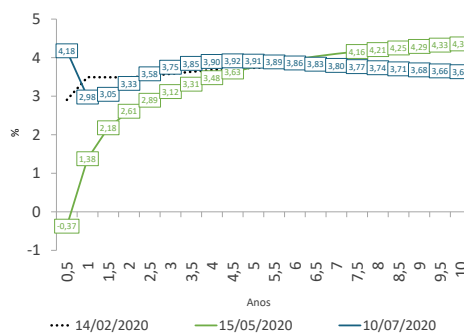
A projeção média do sistema de expectativas do BCB para o IPCA em 2020 aponta para 1,72%, com intervalo de um desvio-padrão de 1,42% a 2,02%. O movimento recente foi de elevação, tendo a inflação esperada chegado ao mínimo de 1,55% (gráfico 19). O gráfico 20 mostra a evolução das projeções para 2021, 2022 e 2023: a de 2021 está bem abaixo da meta; a de 2022, um pouco abaixo; e a de 2023, um pouco acima. Por fim, o gráfico 21 mostra que a curva de inflação implícita na ETTJ também voltou ao nível pré-pandemia – a partir do vértice de dois anos e meio, as curvas praticamente se sobrepõem.

**GRÁFICO 20**  
**Expectativa de inflação (IPCA): 2021 a 2023**  
 (Em %)



Fonte: BCB.  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs: Últimos dados de 10 de julho de 2020.

**GRÁFICO 21**  
**Estrutura a termo da taxa de juros: inflação implícita**  
 (Em %)



Fonte: Anbima.  
 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:

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:

Ana Cecília Kreter  
Augusto Lopes dos Santos Borges  
Felipe dos Santos Martins  
Felipe Moraes Cornelio  
Felipe Simplicio Ferreira  
Leonardo Simão Lago Alvite  
Marcelo Lima de Moraes  
Marcelo Vilas Boas de Castro  
Mateus de Azevedo Araujo  
Pedro Mendes Garcia  
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveiraa

---

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.