

CRÉDITO E JUROS

Boletim de Expectativas

Sumário

Este boletim apresenta uma compilação de expectativas para diversas variáveis econômicas, coletadas de diferentes fontes.¹ Esta edição dá ênfase às projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI) para a economia brasileira, constantes do relatório anual divulgado pelo Fundo em 2 de dezembro sobre o país.² Suas previsões para nível de atividade, finanças públicas e setor externo são apresentadas, quando possível, em comparação com projeções feitas no Brasil. De maneira geral, os números não divergem muito das médias das projeções elaboradas por instituições brasileiras, corroborando o cenário em que: *i*) o produto interno bruto (PIB) volta a crescer entre 2% e 2,5% a partir de 2022, depois de uma taxa maior em 2021; *ii*) a taxa de desemprego continua aumentando em 2021, apesar do crescimento do PIB, e cai a partir de 2022, atingindo nível inferior ao de 2019 em 2024; *iii*) a taxa de poupança nacional privada subiu em 2020, mais do que compensando o aumento da poupança negativa do setor público para combater a Covid-19, refletindo-se em resultado em transações correntes do balanço de pagamentos perto do equilíbrio este ano; *iv*) redução paulatina do *deficit* fiscal primário do setor público, chegando ao equilíbrio em 2025; e *v*) após o salto em 2020, continuidade, a partir de 2021, do crescimento da dívida pública como porcentagem do PIB no conceito de dívida líquida do setor público (DLSP) e no de dívida bruta do governo geral (DBGG), como calculado pelo governo brasileiro, e estabilidade no conceito de DBGG do FMI.

A seção sobre juros e inflação, já sem as projeções do FMI, mostra como, em dezembro, os juros de mercado vêm caindo, de acordo com vários indicadores, como na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) obtida do mercado secundário de títulos públicos federais, nos contratos de DI Futuro e nos leilões primários do Tesouro Nacional. Por exemplo, entre 27 de novembro e 8 de dezembro, a curva caiu em toda sua extensão, reduzindo-se em 0,6 ponto percentual (p.p.) a partir do vértice de três anos; e, no leilão primário do Tesouro de 3 de dezembro, as taxas também caíram; por exemplo, a taxa da Letra do Tesouro Nacional (LTN) de vencimento em janeiro de 2024 caiu de 6,5% para 6%, e essa queda continuou no dia 10, para 5,8%. Finalmente, mostra-se a previsão de inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), dado seu efeito nas despesas indexadas do governo.

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 10 de dezembro de 2020 e divulgado em 11 de dezembro de 2020.

1. Fundo Monetário Internacional (FMI), Banco Central do Brasil (BCB), Secretaria de Política Econômica (SPE), Secretaria do Tesouro Nacional (STN), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Bloomberg e B3.

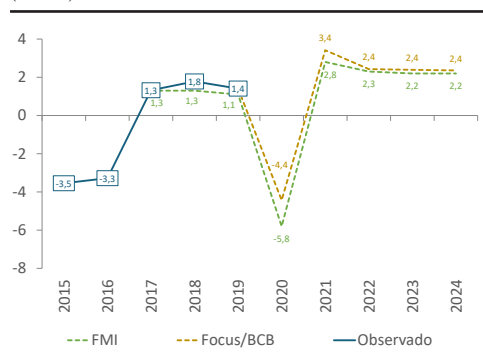
2. Anualmente, uma equipe de economistas do FMI visita o Brasil, como ocorre com todos os membros do Fundo, para avaliar a evolução econômica e financeira do país e discutir as políticas dessas áreas com representantes do governo e do BCB, além de se encontrar também com parlamentares e representantes de empresários, sindicatos e da sociedade civil. Ao fim do processo, o Fundo emite um relatório que, junto com as visitas e consultas que o precedem, é conhecido como "Artigo IV". O de 2020 tem 102 páginas e foi divulgado em 2 de dezembro, com o título 2020 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil, disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/12/01/Brazil-2020-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-49927>>.

1 Nível de atividade

O gráfico 1 compara as projeções para o crescimento anual do produto interno bruto (PIB) do Fundo Monetário Internacional (FMI) com a média do sistema de expectativas do Banco Central do Brasil (Focus/BCB). Os dados usados pelo FMI ainda são de antes das revisões recentes feitas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e sua projeção de queda para o PIB em 2020 (5,8%) está defasada em relação às dos analistas no Brasil (4,4%), o que é normal numa situação em que as previsões estão mudando rapidamente e considerando que o relatório do FMI leva um tempo para ser editado e publicado. Mas, para 2021 em diante, as expectativas do Fundo ficam abaixo da média do Focus/BCB. O crescimento acumulado de 2020 a 2024, pelo FMI, seria de 3,5% e, pelo Focus/BCB, de 6,1%. De 2021 a 2024, para descartar a previsão defasada do FMI para 2020, o crescimento acumulado seria, pelo Fundo, de 9,8% e, pelo Focus/BCB, 11%.

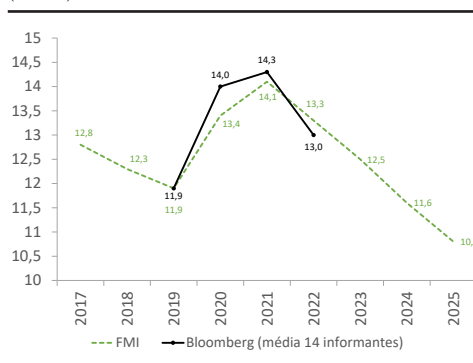
O gráfico 2 compara as projeções do FMI para a taxa de desemprego com a média de quatorze instituições divulgada pela Bloomberg.³ Apesar do crescimento do PIB esperado para 2021, as duas fontes preveem aumento no ano que vem. Isso acontece em saídas de recessão, visto que pessoas que haviam desistido de procurar emprego voltam a fazê-lo, aumentando a população economicamente ativa mais rapidamente do que a população ocupada. Em outras palavras, o mercado de trabalho não absorve a oferta de mão de obra na mesma velocidade em que ela cresce. Depois de algum tempo, o crescimento do nível de atividade acaba fazendo com que a taxa de desemprego caia. Nesta situação de pandemia, esse fenômeno pode ser ainda mais marcado, uma vez que a paralisação de diversas atividades certamente fez com que muitas pessoas deixassem de procurar emprego, não sendo classificadas, portanto, como desocupadas, em quantidade maior que numa recessão comum; com a retomada da economia, elas voltam ao mercado de trabalho, elevando, inicialmente, a taxa de desemprego. A taxa de desemprego passa a cair a partir de 2022 e chega a nível inferior ao de 2019 (11,9%) em 2024 (11,6%).

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



Fonte: BCB e FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado BCB de 04 de dezembro de 2020.

GRÁFICO 2
Taxa de desemprego
(Em %)

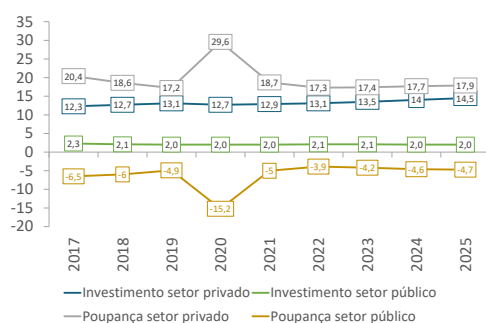


Fonte: FMI e Bloomberg.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3. Uma média ponderada com maior peso para projeções feitas mais recentemente.

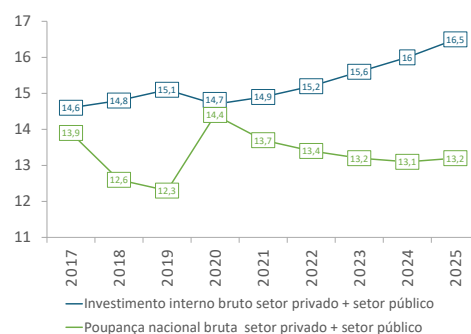
No dia 3 de dezembro último, o IBGE divulgou o PIB do terceiro trimestre deste ano, mostrando uma recuperação em “V”, com crescimento de 7,7% sobre o segundo trimestre. Naturalmente que a velocidade diminuirá, e o fim do auxílio emergencial poderia influenciar o ritmo da economia já no primeiro trimestre de 2021. Porém, na visão do relatório do FMI, o uso da poupança das famílias acumulada durante 2020 suavizará o consumo durante o primeiro trimestre de 2021. De acordo com o Fundo, os depósitos a prazo das famílias aumentaram em mais de 60% sobre o ano passado, até agosto. Pode-se complementar essa informação constatando-se que, especificamente no caso da caderneta de poupança (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE e Rural), o saldo passou de R\$ 845 bilhões em dezembro de 2019 para R\$ 1,013 trilhão em novembro de 2020, um aumento de R\$ 168 bilhões, ou 20%. De acordo com a estimativa do FMI, a taxa de poupança nacional bruta do setor privado brasileiro crescerá de 17,2% em 2019 para 29,6% em 2020, depois voltando para os níveis entre 17% e 18% (gráfico 3). A poupança negativa do setor público, em razão dos gastos adicionais com a Covid-19 e da perda de receita com a recessão, passará de -4,9% para -15,2%, mas isso não chegará a anular o aumento de poupança privada. De maneira que a taxa de poupança nacional bruta total do país passará de 12,3% em 2019 para 14,4% em 2020. Com a queda na taxa de investimento de 15,1% para 14,7%, a poupança externa (*deficit* em transações correntes) se aproximará de zero, como abordado na seção sobre setor externo, mais adiante. Apenas a título de comparação, nas contas nacionais, até o terceiro trimestre, a taxa de poupança nacional bruta em 2019 foi de 13,6% e, em 2020, de 15,5%. A poupança nas contas nacionais trimestrais, em valores correntes, cresceu, até o terceiro trimestre deste ano, 13,5%, enquanto, de 2017 a 2018, a taxa média de crescimento foi de 3,7%. Para os anos seguintes, o FMI prevê taxa de investimento crescente até 16,5% do PIB em 2025 e taxa de poupança decrescente até 13,2% em 2023, estabilizando-se até 2025.

GRÁFICO 3
Taxa de investimento e poupança: projeções do FMI para o Brasil
(Em % do PIB)



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

GRÁFICO 4
Taxa de investimento e poupança: projeções do FMI para o Brasil
(Em % do PIB)



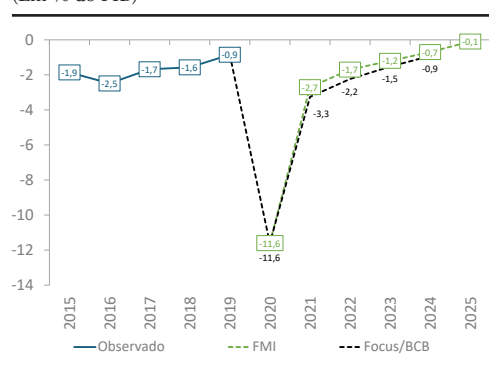
Fonte: FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

2 Finanças públicas

As projeções do FMI para os resultados primário (gráfico 5) e nominal (gráfico 6) estão mais otimistas que a média do relatório Focus/BCB. No caso do primário, por exemplo, para 2021 o Fundo espera *deficit* de 2,7% do PIB, enquanto o Focus

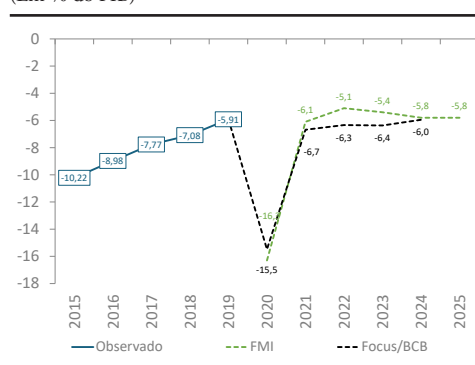
prevê 3,3%. Para 2022, o Fundo projeta *deficit* de 1,7% do PIB e o Focus, 2,2%. Para o *deficit* nominal, a instituição internacional espera 6,1% do PIB em 2021 e o Focus registra 6,7%. Para 2022, os valores esperados são 5,1% (FMI) e 6,3% (Focus).

GRÁFICO 5
Necessidade de financiamento do setor público:
resultado primário
(Em % do PIB)



Fonte: BCB e FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado BCB de 04 de dezembro de 2020.

GRÁFICO 6
Necessidade de financiamento do setor público:
resultado nominal
(Em % do PIB)



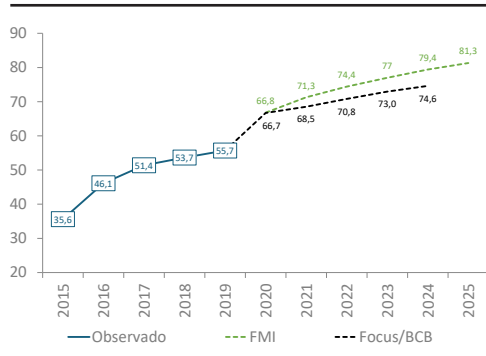
Fonte: BCB e FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado BCB de 04 de dezembro de 2020.

Apesar de prever resultados melhores para as variáveis fiscais de fluxos, a publicação do FMI projeta evolução pior para a dívida líquida do setor público (DLSP) (gráfico 7). Há outras variáveis que influenciam a evolução da dívida líquida, como a evolução da taxa de câmbio, por exemplo, por afetar as reservas internacionais contabilizadas em reais. O gráfico 8 apresenta as projeções para a dívida bruta do governo geral (DBGG). Uma diferença conceitual importante entre a dívida líquida e a bruta é a contabilização dos ativos financeiros do setor público junto ao setor privado não financeiro e aos agentes financeiros públicos e privados, entre os quais se destacam as reservas internacionais no BCB. Enquanto a dívida bruta não as desconta, a líquida o faz, pois são um crédito do setor público. As reservas têm se mantido mais ou menos estáveis em dólares no período recente, tendo sido de US\$ 366 bilhões em novembro de 2019 e de US\$ 356 bilhões em novembro deste ano. No entanto, sendo contabilizadas em reais, a variação cambial também altera a dívida. De 2019 para 2020 houve significativa desvalorização do real, mas para os próximos anos é esperada paulatina valorização, de acordo com a pesquisa do Focus/BCB. O FMI trabalha com a hipótese de reservas em dólares estáveis ao longo de todo o horizonte de projeção, até 2025.

O gráfico 8 evidencia também uma diferença entre o conceito de DBGG usado pelo governo brasileiro e o usado pelo FMI. Nos dados de 2017 a 2019, a DBGG no conceito do Fundo esteve entre 10% e 14% do PIB acima da calculada pelo Brasil. A principal razão disso é a seguinte: o BCB detém uma determinada quantidade de títulos do Tesouro para que possa regular a liquidez na economia, trocando títulos por reais e vice-versa. O BCB faz isso por meio das operações compromissadas, cujo saldo reflete a parte desses títulos que está em poder do público. Os dois conceitos incluem as operações compromissadas. Porém, enquanto a DBGG no

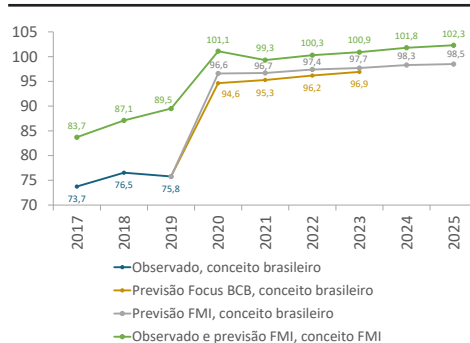
conceito do FMI considera também como dívida os títulos que estão na carteira do BCB, a DBGG no conceito brasileiro não considera esses títulos do Tesouro de posse do BCB como dívida, daí a diferença de nível.⁴ Outro resultado decorrente dessa diferença é que, na DBGG/FMI, quando saem títulos da posse do BCB e vão para o público (compromissadas), isso não altera a dívida, pois os títulos mudam de mãos, mas já estavam considerados na dívida. Já no caso da DBGG no conceito usado pelo governo brasileiro, a passagem de títulos na carteira do BCB para compromissadas gera aumento na dívida. Assim, a dívida bruta no conceito do FMI é mais elevada que no conceito brasileiro, mas, em compensação, seu crescimento de 2019 para 2020 foi menor. Entre dezembro de 2019 e outubro de 2020, as operações compromissadas do BCB cresceram 8,2% do PIB, e isso afetou a dívida bruta no conceito brasileiro, mas não no conceito do FMI.

GRÁFICO 7
Dívida líquida do setor público: projeções
(Em % do PIB)



Fonte: BCB e FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado BCB de 04 de dezembro de 2020.

GRÁFICO 8
Dívida bruta do Governo Geral, conceitos brasileiro e do FMI
(Em % do PIB)



Fonte: BCB e FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado BCB de 04 de dezembro de 2020.

A tabela 1 mostra a variação projetada da dívida, com a diferença em porcentagem do PIB de um ano para o outro. Como se vê, a DBGG no conceito brasileiro deverá crescer cerca de 20% do PIB em 2020, tanto na projeção do FMI quanto na do Prisma Fiscal/Secretaria de Política Econômica (SPE). Já a dívida bruta no conceito do FMI deverá crescer em torno de 12% do PIB. A diferença, cerca de 9% do PIB nas projeções do Fundo, equivale, aproximadamente, ao aumento das compromissadas até outubro, de 8,2% do PIB. Isso auxilia a entender por que o crescimento da dívida pública projetado para 2020 é tão discrepante conforme o conceito.

TABELA 1
Dívida pública: crescimento anual projetado
(Em % do PIB)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025
DBGG, conceito brasileiro, projeção FMI	20,8	0,1	0,7	0,3	0,6	0,2
DBGG, conceito brasileiro, projeção Prisma Fiscal/SPE	18,9	0,6	0,9	0,7	nd	nd
DBGG, conceito FMI, projeção FMI	11,6	-1,8	1,0	0,6	0,9	0,5

Fonte: SPE e FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado do Prisma Fiscal/SPE de novembro de 2020.

4. Outra diferença é que os débitos de responsabilidade das empresas estatais das três esferas de governo são computados apenas no indicador do FMI (excluindo a Petrobras e a Eletrobras), mas esse componente é menos importante: ao fim de 2019, correspondia a 0,8% do PIB, enquanto os títulos na carteira do BCB, a 12,9% do PIB.

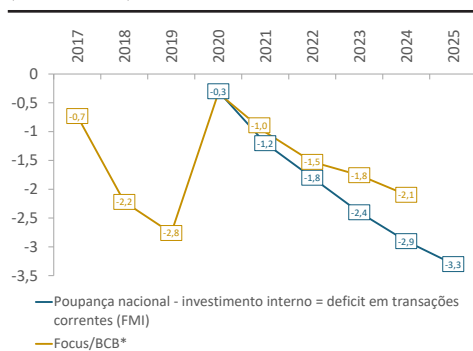
3 Setor externo



Refletindo a já abordada elevação da taxa de poupança nacional, a projeção do FMI para o *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos em 2020 é de 0,3% do PIB, em significativa redução em relação ao *deficit* de 2,8% do PIB em 2019. Essa é também a projeção do Focus/BCB, com elaboração do grupo de conjuntura da Dimac/Ipea.⁵ Depois, as projeções seguem diferentemente, com o FMI prevendo *deficit* maiores (gráfico 9).

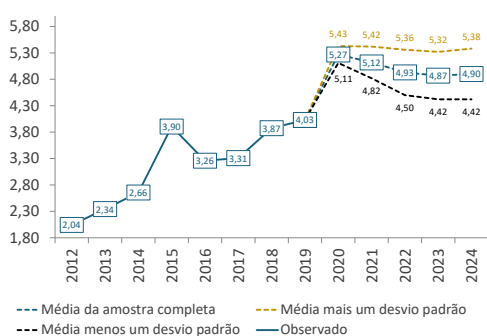
O gráfico 10 mostra as projeções para a taxa de câmbio, segundo o Focus/BCB. A expectativa, no cenário médio, continua sendo de valorização nos próximos anos, ao ritmo médio de 2,6% ao ano de 2021 a 2023. Uma variável importante para a economia brasileira são os termos de troca, isto é, a relação entre os preços das exportações e os das importações. O gráfico 11 traz as expectativas do FMI para a variação percentual anual dos termos de troca do Brasil até 2025. A instituição internacional projeta ganhos de 4,5% nos termos de troca em 2020 e de 0,9% em 2021, seguidos de perdas nos anos seguintes, até 2025, em média anual de 1,1%.

GRÁFICO 9
Expectativas para a conta corrente do balanço de pagamentos
(Em % do PIB)



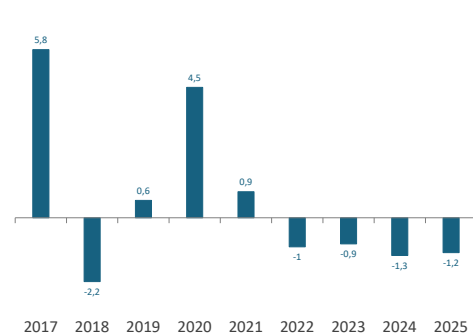
Fonte: BCB e FMI.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado BCB de 4 de dezembro de 2020. * O Focus/BCB divulga as projeções em dólares. O grupo de conjuntura da Dimac/Ipea calcula em porcentagem do PIB com base nas expectativas para crescimento do PIB, taxa de câmbio e IPCA.

GRÁFICO 10
Expectativas para a taxa de câmbio real/dólar: fim do ano¹
(Em R\$)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado/BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Nota: ¹ Média da amostra completa.
Obs.: Último dado de 04 de dezembro de 2020

GRÁFICO 11
Expectativas para os termos de troca do Brasil: variação anual
(Em %)



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

5. O Focus/BCB divulga as projeções em dólares. O grupo de conjuntura da Dimac/Ipea calcula em porcentagem do PIB com base nas expectativas para crescimento do PIB, taxa de câmbio e Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

4 Juros e inflação

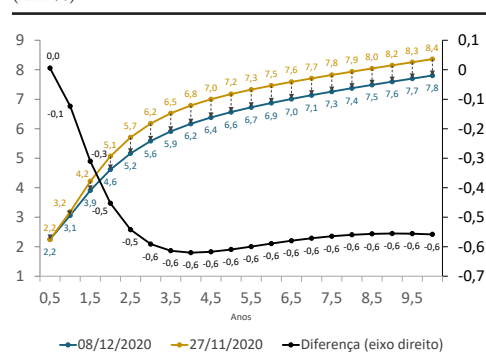


Em dezembro, vem-se observando queda nas taxas de juros de mercado em vários indicadores, como na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) nominal,⁶ obtida do mercado secundário de títulos públicos federais, nos contratos de DI Futuro e nos leilões primários do Tesouro Nacional. Entre as razões para isso, estariam: i) demanda internacional em alta por ativos de países emergentes; ii) percepção de redução do risco fiscal; iii) dados recentes de produção industrial e PIB abaixo do esperado; e iv) acionamento da bandeira vermelha nível 2 nas contas de luz em dezembro pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), o que reduziria a inflação esperada para 2021.

O gráfico 12 mostra a queda na ETTJ; entre 27 de novembro e 8 de dezembro, a curva caiu em toda sua extensão, reduzindo-se em 0,6 ponto percentual (p.p.) a partir do vértice de três anos. O gráfico 13 ilustra a queda nos contratos de DI Futuro: o de janeiro de 2025, por exemplo, caiu de 7,1% para 6,1%. O gráfico 14 destaca a queda nas taxas de títulos prefixados, de 2022 a 2031, nos dois últimos leilões do Tesouro. Por exemplo, a taxa da Nota do Tesouro Nacional (NTN) de vencimento em janeiro de 2027 caiu de 7,4% para 7% no leilão do dia 03 de dezembro, e a queda continuou no dia 10, para 6,7%.

GRÁFICO 12

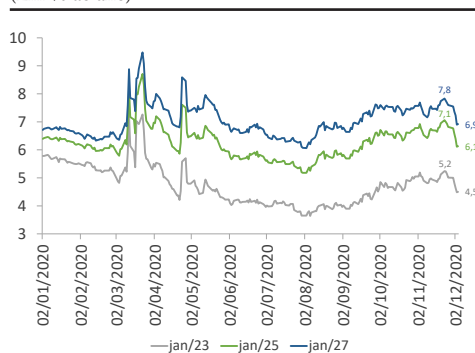
Estrutura a termo da taxa de juros nominal dos títulos públicos
(Em %)



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

GRÁFICO 13

DI Futuro: vencimentos selecionados
(Em % ao ano)



Fonte: B3.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O destaque nesta edição nas projeções de inflação vai para o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), dado seu efeito nas despesas indexadas do governo. O gráfico 15 traz as projeções para esse índice como estavam em 4 de dezembro (4,24% para 2020), antes da divulgação do INPC de novembro, em 8 de dezembro, que foi de 0,95%, acumulando alta no ano de 3,93% e, nos últimos doze meses, de 5,20%.

6. Calculada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

GRÁFICO 14

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

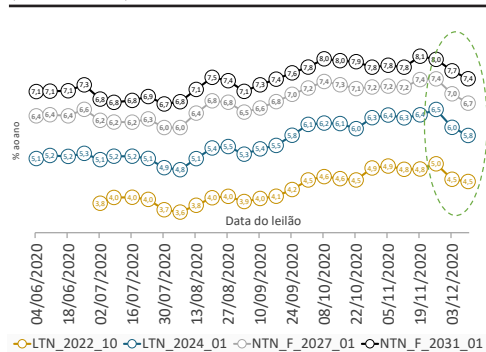
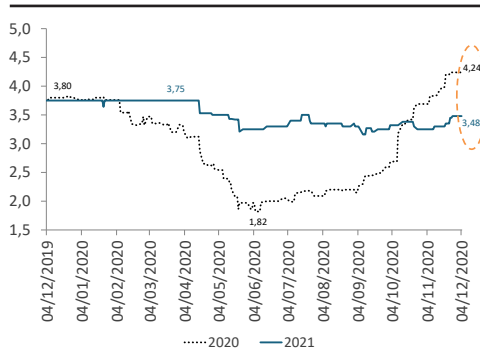


GRÁFICO 15

Expectativa de inflação (INPC) (2020-2021) (Em %)



Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

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



Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

José Ronaldo de Castro Souza Júnior (Editor)
Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Editor)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Fábio Servo
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos
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 Almeida
Ana Cecília Kreter
Augusto Lopes dos Santos Borges
Caio Rodrigues Gomes Leite
Daniel Esteves dos Reis
Felipe dos Santos Martins
Felipe Moraes Cornelio
Felipe Simplicio Ferreira
Leonardo Simão Lago Alvite
Marcelo Lima de Moraes
Mateus de Azevedo Araujo
Pedro Mendes Garcia
Tarsylla da Silva de Godoy Oliveira

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.