

## CRÉDITO E JUROS

# Boletim de expectativas<sup>1</sup>

## Sumário

Este boletim apresenta uma compilação de expectativas para diversas variáveis econômicas, coletadas de diferentes fontes.<sup>2</sup> De acordo com o sistema de expectativas do Banco Central do Brasil (Focus/BCB), a expectativa média de crescimento do PIB em 2021 está em 3,5%, ou muito próxima disso, desde maio do ano passado. A projeção de evolução trimestral é de estabilidade nos dois primeiros trimestres deste ano e de crescimento nos três trimestres seguintes, de 1,4%, 0,6% e 0,5%, em relação ao trimestre imediatamente anterior, alcançando, no primeiro trimestre de 2022, o nível do último trimestre de 2019, antes da queda iniciada por causa da Covid-19. Nas finanças públicas, a proporção de títulos do Tesouro vencendo em até doze meses cresceu em 2020 e, nos últimos três meses, incluindo janeiro de 2021, está em cerca de 26%. De acordo com o Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2021 divulgado pela STN em 27 de janeiro de 2021, os limites de referência para essa proporção neste ano são de 24% e 29%. Na composição da dívida desejada para o longo prazo, essa porcentagem é de 20%, com intervalo entre 18% e 22%. O *deficit* primário deve passar de 10,5% do PIB em 2020 para 3,1% do PIB este ano, de acordo com a média do Focus/BCB. Mesmo considerando o intervalo de um desvio-padrão nas projeções, o resultado primário não mostrará *superavit* até 2024. O resultado nominal deverá passar de -14,6% em 2020 para -6,5% em 2021 e apresentar melhoria paulatina que o levaria a -5,5% do PIB em 2024. Em 2021, a despesa com juros deve ser de 3,4% do PIB e, em 2022, de 4,0% do PIB. Esses valores representam redução de despesa em relação ao que se esperava antes dos efeitos da Covid-19 sobre a economia: neste ano, de 1,1% do PIB e, no próximo, de 0,9% do PIB. O *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos deve subir de US\$ 13 bilhões em 2020 para US\$ 16 bilhões em 2021, segundo a média do Focus/BCB (apurada alguns dias antes do resultado fechado de 2020, divulgado recentemente). O investimento direto no país (IDP) deve crescer de US\$ 34 bilhões em 2020 para US\$ 59 bilhões em 2021. Nos três anos seguintes, ambos crescem, mas com o IDP registrando sempre o dobro ou mais do *deficit* em transações correntes. Vem aumentando a probabilidade de início de um novo ciclo de aperto monetário em 2021. Para a mediana das projeções captadas pelo Focus, isso não ocorreria no primeiro semestre, mas, a julgar pelas cotações do DI Futuro, poderia começar já na reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de março. Em janeiro, vem-se observando alta nas taxas de juros de mercado em vários indicadores: *swap* DI-pré de 360 dias, estrutura a termo da taxa de juros nominal e real, contratos de DI Futuro e também nas taxas dos leilões primários de títulos prefixados do Tesouro.

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

estevao.bastos@ipea.gov.br

Divulgado em 29 de janeiro de 2021.

1. Com informações até 27 de janeiro de 2021.

2. Banco Central do Brasil (BCB), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Bloomberg, Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e B3.

## 1 Nível de atividade

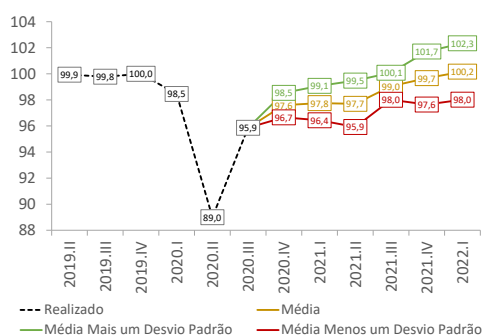


Na ata da última reunião, ocorrida em 19 e 20 de janeiro deste ano, o Copom avaliou que

No cenário externo, o aumento do número de casos e o aparecimento de novas cepas do vírus têm revertido os ganhos na mobilidade e deverão afetar a atividade econômica no curto prazo. No entanto, novos estímulos fiscais em alguns países desenvolvidos, unidos à implementação dos programas de imunização contra a Covid-19, devem promover uma recuperação sólida da atividade no médio prazo. A presença de ociosidade, assim como a comunicação dos principais bancos centrais, sugere que os estímulos monetários terão longa duração, permitindo um ambiente favorável para economias emergentes.<sup>3</sup>

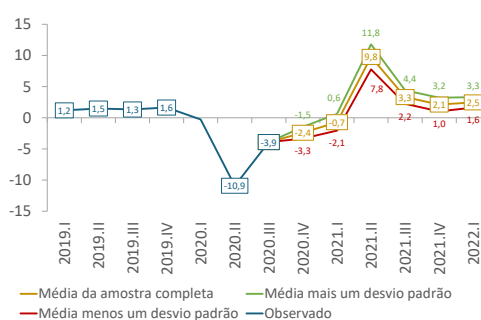
Em seguida, sobre o cenário interno, observou que “a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia permanece acima da usual, sobretudo para o primeiro trimestre deste ano, concomitantemente ao esperado arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais”. O gráfico 1 mostra a evolução do PIB trimestral em volume, até o primeiro trimestre de 2022, que se obtém aplicando as taxas de variação sobre o mesmo trimestre do ano anterior do sistema de expectativas do Banco Central do Brasil (Focus/BCB) à série ajustada para a sazonalidade divulgada pelo IBGE. Além da média das projeções, estão apresentadas também as trajetórias obtidas com mais e menos um desvio-padrão. No cenário médio, depois de crescer 1,8% no quarto trimestre de 2020, em relação ao terceiro, o PIB fica aproximadamente estável nos dois primeiros trimestres deste ano e cresce nos três trimestres seguintes, 1,4%, 0,6% e 0,5%, sempre em relação ao trimestre imediatamente anterior, alcançando, no primeiro trimestre de 2022, o nível do último trimestre de 2019, antes da queda iniciada por causa da Covid-19.

GRÁFICO 1  
Expectativa para o PIB trimestral  
(Em volume, dez./2019 = 100)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.  
Obs.: Dados de 22 de janeiro de 2021.

GRÁFICO 2  
PIB: variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior  
(Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Dados de 22 de janeiro de 2021.

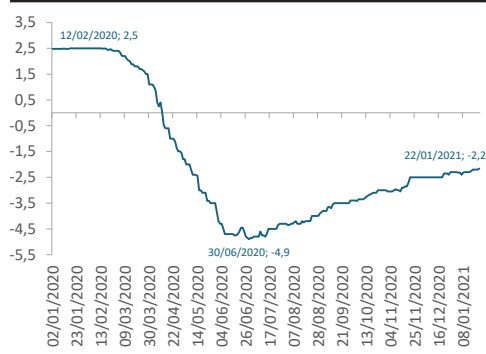
O gráfico 2 mostra as taxas sobre o mesmo trimestre do ano anterior. A julgar pela projeção média, a primeira taxa positiva, e que será elevada, só ocorrerá no segundo trimestre deste ano. Para o último trimestre do ano passado, que será divulgado

3. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/comunicado-n-36.664-de-20-de-janeiro-de-2021-300250410>>.

em 3 de março pelo IBGE, a queda sobre o mesmo trimestre de 2019, que chegou a ser estimada em 4,9%, é agora esperada em 2,2% (gráfico 3), compondo, com os trimestres já divulgados, a queda estimada para 2020 de 4,3%. Para 2021, a expectativa média de crescimento está em 3,5%, ou muito próxima disso, desde maio do ano passado – o que tem mudado é a dispersão em torno da média, que vem diminuindo, como ilustrado pelo intervalo de um desvio-padrão (gráfico 4).

**GRÁFICO 3**  
Expectativa para o crescimento do PIB no 4º trimestre de 2020

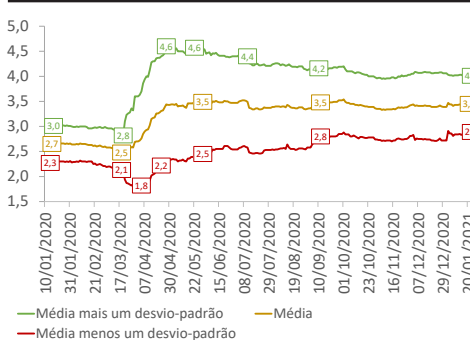
(Em %, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Último dado de 22 de janeiro de 2021.

**GRÁFICO 4**  
Crescimento do PIB em 2021: evolução das projeções desde o início de 2020

(Em % do PIB)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Último dado de 22 de janeiro de 2021.

## 2 Finanças públicas

O gráfico 5 mostra a proporção de títulos federais em poder do público vencendo em até doze meses em sua evolução desde 2013. De 2013 a 2019, os dados são anuais e referentes ao fim do ano anterior. De 2020 em diante, mensais e referentes ao fim do mês anterior. De 2013 a 2015, essa proporção estava em torno de 22%. Caiu em 2016 e, de 2017 a 2019, esteve um pouco acima de 14%. Em 2020, iniciou-se um processo de elevação para aproximadamente 17% no primeiro trimestre; 20% no segundo e terceiro trimestres; e em torno de 26% no quarto trimestre e em janeiro deste ano.

De acordo com o Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2021 divulgado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN) em 27 de janeiro de 2021,

em 2020, o aumento da percepção do risco e da preferência por liquidez em função da instabilidade do cenário econômico-fiscal fez com que os títulos prefixados de curta duração, com vencimento de 6 e 12 meses, fossem os principais instrumentos de captação do Tesouro Nacional. (...) Em 2021, o percentual vincendo em 12 meses continuará em patamar elevado, em decorrência sobretudo do elevado volume de emissões de títulos prefixados de curto prazo ocorridas em 2020. O refinanciamento desses títulos curtos em 2021 tende a ser feito por meio de novos títulos com características similares. A redução do percentual vincendo em 12 meses ocorrerá gradualmente ao longo dos próximos anos, respeitando as condições de mercado.<sup>4</sup>

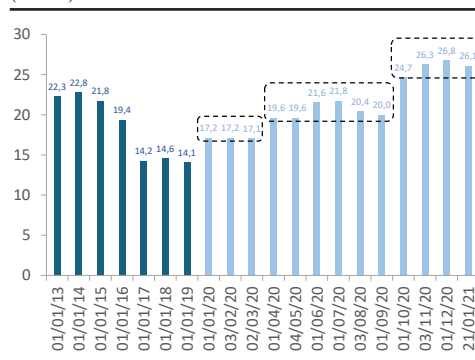
4. Disponível em: <[https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/?p=2501:9:::9:P9\\_ID\\_PUBLICACAO:37048](https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLICACAO:37048)>.

O PAF estabelece 24% e 29% como limites de referência para a proporção da dívida vencendo em doze meses, para 2021. Na composição da dívida desejada para o longo prazo, essa porcentagem é de 20%, com intervalo entre 18% e 22%.

O *deficit* primário deve passar de 10,5% do PIB em 2020 para 3,1% do PIB este ano, de acordo com a média do Focus/BCB. Mesmo considerando o intervalo de um desvio-padrão nas projeções, o resultado primário não mostrará *supervavit* pelo menos até 2024 (gráfico 6).

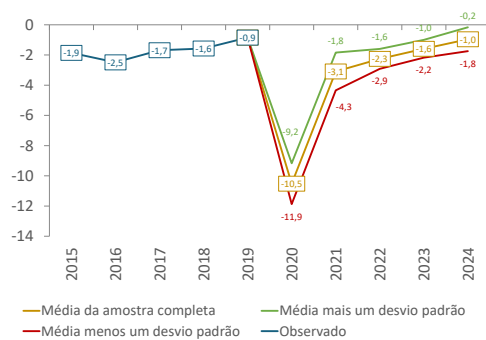
O resultado nominal deverá passar de -14,6% em 2020 para -6,5% em 2021, e melhoria paulatina o levaria a -5,5% do PIB em 2024. A combinação das projeções de resultado nominal e primário permite estimar a despesa com juros esperada. Em 2021, ela seria de 3,4% do PIB e, em 2022, de 4,0% do PIB. Vale notar, no gráfico 8, a redução de despesa que esses dois valores representam em relação ao que se esperava antes dos efeitos da Covid-19 sobre a economia – neste ano, de 1,1% do PIB e, no próximo, de 0,9% do PIB. A economia com juros se reduz para 0,5% do PIB em 2023 e 0,3% do PIB em 2024 (gráfico 9). Essa redução se dá apesar do aumento da dívida pública causado pelas despesas extras com o combate à pandemia e seus efeitos sobre renda, produção e emprego, em razão da redução das taxas de juros esperadas.

GRÁFICO 5  
Títulos federais em poder do público: proporção vencendo em até doze meses  
(Em %)



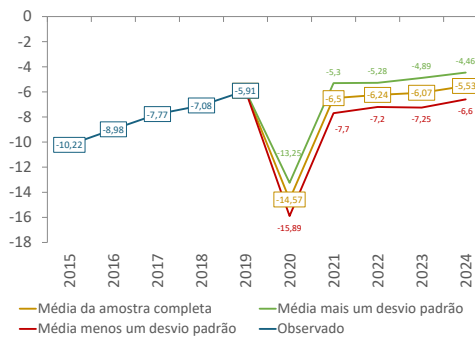
Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Último dado de 21 de janeiro de 2021.

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



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Último dado de 22 de janeiro de 2021.

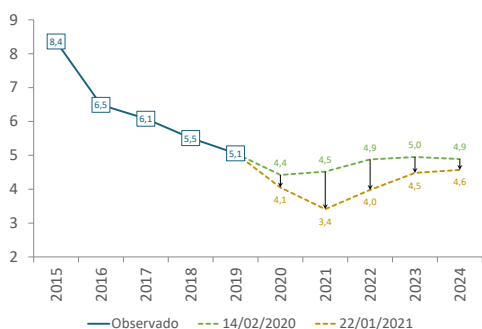
GRÁFICO 7  
Necessidade de financiamento do setor público: resultado nominal  
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Último dado de 22 de janeiro de 2021.

GRÁFICO 8

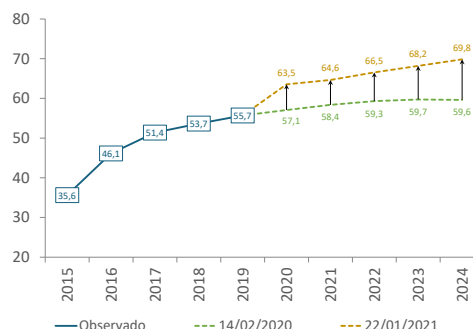
**Despesa com juros: expectativa atual e antes da pandemia**  
(Em % do PIB)



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

GRÁFICO 9

**Dívida líquida do setor público: expectativa atual e antes da pandemia**  
(Em % do PIB)



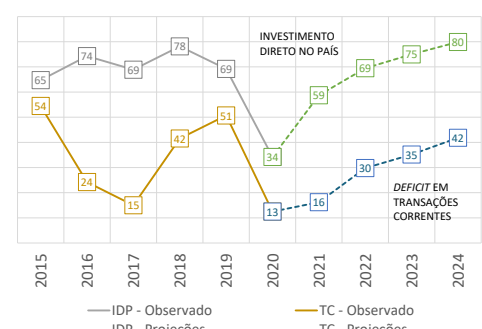
Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

### 3 Setor externo

O *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos caiu de US\$ 51 bilhões em 2019 para US\$ 13 bilhões em 2020, conforme divulgado pelo BCB em 27 de janeiro de 2021. O investimento direto no país (IDP) caiu de US\$ 69 bilhões para US\$ 34 bilhões. O *deficit* em transações correntes deve crescer para US\$ 16 bilhões em 2021, segundo a média do Focus (apurada alguns dias antes do resultado fechado de 2020) e o IDP, subir para US\$ 59 bilhões. Nos três anos seguintes, ambos crescem, mas com o IDP alcançando sempre o dobro ou mais do *deficit* em transações correntes. Essa evolução está exibida no gráfico 10. O gráfico 11 traz a evolução mensal da taxa de câmbio esperada até o fim de 2022 pela mediana do Focus/BCB, mostrando que a expectativa é de convergência para R\$ 5,00/US\$.

GRÁFICO 10

**Balanço de pagamentos: *deficit* em transações correntes (TC) e investimento direto no país (IDP)**  
(Em US\$ bilhões)



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

GRÁFICO 11

**Expectativas para a taxa de câmbio real/dólar mensal até dez./2022**  
(Em R\$)



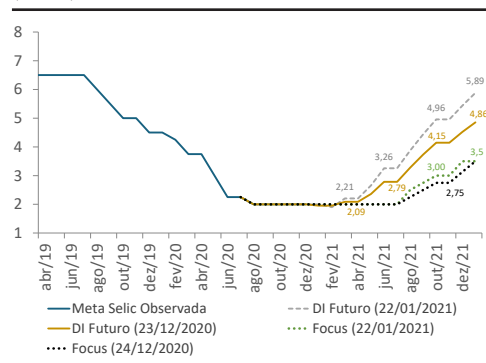
Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

### 4 Juros e inflação

Vem aumentando a probabilidade de início de um novo ciclo de aperto monetário em 2021, isto é, de elevação da meta para a taxa Selic pelo Copom. Para a mediana das projeções captadas pelo Focus, isso não ocorreria no primeiro semestre, mas,

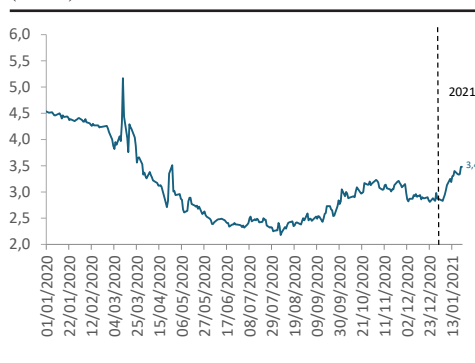
a julgar pelas cotações do DI Futuro, poderia começar já na reunião de março. O gráfico 12 compara as projeções das duas fontes e também o que era esperado cerca de trinta dias antes, mostrando que agora se prevê ritmo mais rápido de elevação.

**GRÁFICO 12**  
Expectativas para a meta Selic segundo o Focus/BCB e o DI Futuro (Em %)



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

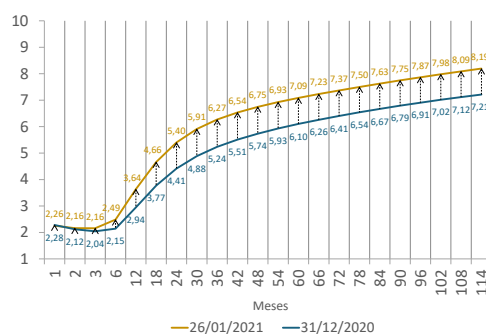
**GRÁFICO 13**  
Swap DI-Pré 360 dias (Em %)



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

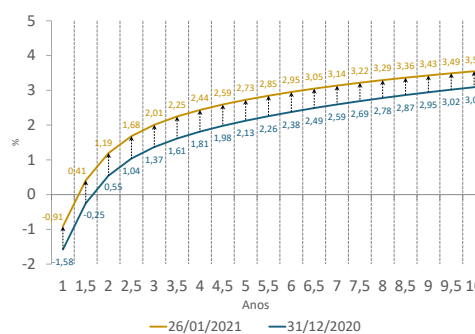
Em janeiro, vem-se observando alta nas taxas de juros de mercado em vários indicadores. O *swap* DI-pré 360 dias começou o ano em 2,83% e está em 3,48% (gráfico 13). A estrutura a termo da taxa de juros (ETT) subiu em toda a sua extensão, se comparada em 26 de janeiro de 2021 e 31 de dezembro de 2020, tanto em termos nominais quanto reais. Por exemplo, para o vértice de cinco anos, a taxa nominal subiu de 6,1% para 7,1%; em termos reais, de 2,1% para 2,7%. A taxa real de um ano continua negativa e está em -0,9%, mas o vértice de dois anos passou de -0,25% para +0,41%. As curvas nominal e real estão nos gráficos 14 e 15.

**GRÁFICO 14**  
Estrutura a termo da taxa de juros nominal de títulos públicos (Em %)



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

**GRÁFICO 15**  
Estrutura a termo da taxa de juros real de títulos públicos (Em %)



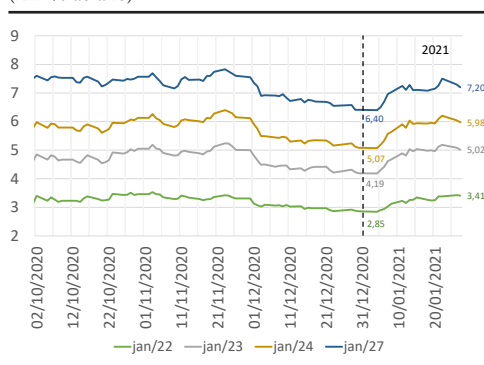
Fonte: Anbima.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Juros reais em relação ao IPCA.

Também no DI Futuro se observa a alta. No contrato de janeiro de 2024, por exemplo, a taxa subiu de 5,1% no fim de 2020 para 6,0% em 27 de janeiro de 2021 (ver outros vencimentos no gráfico 16). Finalmente, todo esse movimento tem se refletido nos leilões primários de títulos prefixados do Tesouro. A taxa da



Letra do Tesouro Nacional (LTN) com vencimento em janeiro de 2023 passou de 4,7% no leilão de 7 de janeiro para 5,3% no de 14 de janeiro, repetindo a mesma taxa no dia 21 (os leilões ocorrem às quintas-feiras). A de julho de 2024, de 6,1% para 6,6%, também mantida na terceira semana. Esses vencimentos tiveram suas emissões iniciadas em 2021. A Nota do Tesouro Nacional – Série F (NTN-F) de janeiro de 2027 já existia em 2020 e passou de 6,5% no último leilão do ano passado, em 17 de dezembro, para 7,0% no primeiro deste, em 14 de janeiro. Por fim, a NTN-F de janeiro de 2031 teve sua taxa elevada de 7,2% em 17 de dezembro para 7,8% em 21 de janeiro. A evolução das taxas dos leilões primários está no gráfico 17.

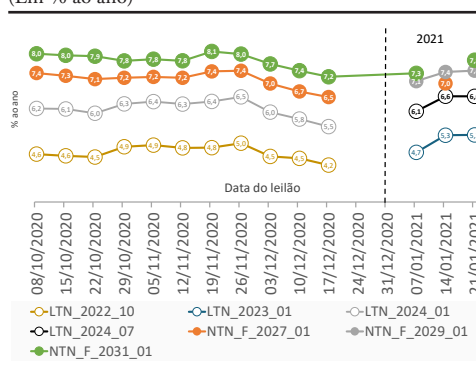
**GRÁFICO 16**  
**DI Futuro: vencimentos selecionados**  
(Em % ao ano)



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

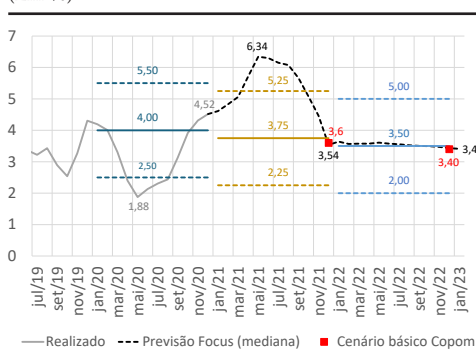
O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) acumulado em doze meses, que fechou 2020 (4,52%) acima da meta (4%), deve, de acordo com a mediana do Focus, continuar subindo e atingir 6,34% em maio, o que é superior ao teto (5,25%) da meta (3,75%) para 2021. Mas, depois, é previsto que cairá até 3,54% em dezembro. Daí em diante, a mediana do Focus projeta que a taxa em doze meses evoluirá próxima da meta de 2022, 3,50%. O gráfico 18 mostra essa evolução e também o IPCA esperado no cenário básico da ata da reunião mais recente do Copom, de 19 e 20 de janeiro, de 3,6% no fim de 2021 e 3,4% no fim de 2022.

**GRÁFICO 17**  
**Títulos prefixados em leilões do Tesouro Nacional: taxa média por título, por data do leilão e datas do vencimento selecionadas**  
(Em % ao ano)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN).  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 18**  
**Expectativa para o IPCA acumulado em doze meses, metas anuais e seus limites**  
(Em %)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Projeções do Focus com data de 22/01/2021. Copom de 19 e 20 janeiro de 2021.

#### **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.