

## CRÉDITO E JUROS

# Boletim de expectativas - Abril de 2021<sup>1</sup>

## Sumário

Este boletim apresenta uma compilação de expectativas para diversas variáveis econômicas, coletadas de diferentes fontes.<sup>2</sup> Neste número são apresentadas previsões para o produto interno bruto (PIB), variáveis fiscais e juros. A previsão para o crescimento do PIB em 2021 vem caindo, de acordo com a média da pesquisa Focus do Banco Central do Brasil (Focus/BCB), tendo passado de 3,4% em meados de fevereiro para 3,1% em 9 de abril. Em compensação, a dispersão das projeções em torno dessa média vem se reduzindo, estando em 0,4 ponto de porcentagem (p.p.), isto é, ensejando um intervalo de 2,7% a 3,5%. A projeção do Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea é de 3,0%, de acordo com a [Visão Geral da Conjuntura](#).

Nas finanças públicas, a evolução prevista para receitas e despesas leva a *deficits* primário e nominal decrescentes ao longo dos próximos anos e à elevação da dívida pública, tanto líquida quanto bruta.

Depois de o Comitê de Política Monetária (Copom) subir a meta para a Selic de 2% para 2,75% em março, as previsões de mercado para a taxa básica da economia foram ajustadas. Para os departamentos econômicos que respondem à pesquisa Focus/BCB, a Selic será elevada até 5,25% em outubro, e aí permanecerá pelo menos até janeiro de 2022. Já no mercado de DI Futuro, acredita-se que a taxa subirá mais rapidamente, alcançando 6% em outubro, e continuará sendo elevada, para em torno de 6,85% em janeiro do ano que vem. O cenário exposto na Visão Geral da Conjuntura, do Ipea, trabalha com a Selic a 5% no fim deste ano e a 6% no fim de 2022. Como essas expectativas, coletadas pelo BCB ou inferidas do DI Futuro, se comportaram no passado quando comparadas posteriormente com a trajetória observada da meta para a Selic? Isso é respondido por meio de gráficos que mostram que houve períodos de super e de subestimação.

## 1 PIB

No início de 2020, antes dos efeitos da pandemia se fazerem sentir, a projeção média da pesquisa Focus/BCB apontava crescimento de 2,7% para o PIB em 2021. A partir de meados de março de 2020, essa projeção começou a subir, até se estabelecer em cerca de 3,5% em maio, patamar em que permaneceu até recentemente. A partir de fevereiro deste ano, a previsão começou a ser revista para baixo, com a última coleta, referente a 9 de abril, mostrando 3,1% (a projeção do grupo de conjuntura do Ipea é de 3,0%).<sup>3</sup> Paralelamente, o desvio-padrão das projeções, que era,

**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 15 de abril de 2021.

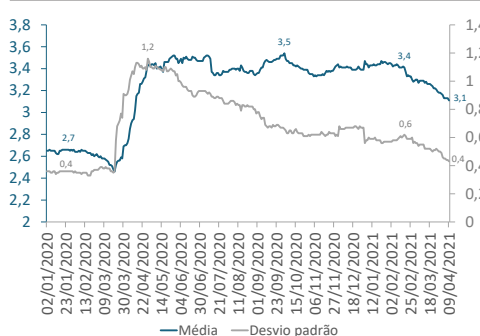
1. Com informações até 14 de abril de 2021.

2. Banco Central do Brasil (BCB); Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima); Secretaria de Política Econômica (SPE); Bloomberg; B3; e Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3. Ver a Visão Geral da Conjuntura divulgada no último dia 30. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/03/visao-geral-da-conjuntura-10/>>.

no início do ano passado, de 0,4 p.p., subiu, com o efeito da pandemia, para 1,2 p.p. no fim de abril de 2020, refletindo a maior dificuldade de se fazer projeções no cenário de incerteza que emergiu. Com as divulgações de novos dados, e mais tempo para analisar as consequências da crise sobre o PIB, essa dispersão das projeções foi se reduzindo aos poucos e hoje está novamente em 0,4 p.p., embora em torno de uma média maior do que a do início de 2020. O gráfico 1 mostra a evolução da projeção para o PIB de 2021 e seu desvio-padrão.

GRÁFICO 1  
Crescimento do PIB em 2021 – média e desvio-padrão (Em %)



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

A tabela 1 mostra que, em relação ao mesmo período do ano passado, o crescimento em 2021 será bem heterogêneo entre os trimestres, refletindo as fortes oscilações do nível de atividade em 2020, a base de comparação. Enquanto o primeiro trimestre ainda deve apresentar queda de 0,6% (o Ipea estima essa queda em 0,4%),<sup>4</sup> o segundo mostrará crescimento de 9,5%. A Focus/BCB não apresenta projeções para a taxa de crescimento contra o trimestre imediatamente anterior na série sem sazonalidade, mas o gráfico 2 apresenta o resultado do seguinte exercício: aplicação das taxas previstas de variação interanual sobre a série em nível do PIB dessazonalizado – o que supõe a sazonalidade fixa de um ano para o seguinte –, permitindo obter projeções do PIB dessazonalizado compatíveis com as taxas sobre mesmo trimestre do ano anterior divulgadas na Focus/BCB. O gráfico mostra também uma linha obtida da mesma forma a partir da mediana de projeções coletadas pela Bloomberg.

TABELA 1  
PIB Total - variação sobre mesmo trimestre de 2020 (Em %)

PIB Total - variação % sobre mesmo trimestre de 2020				
Data	jan a mar/2021	abr a jun/2021	jul a set/2021	out a dez/2021
09/04/2021	-0,64	9,50	3,10	1,50

Fonte: BCB.  
Nota: mediana da amostra.

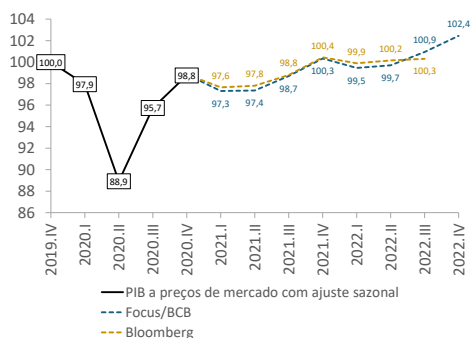
O gráfico 3 apresenta a taxa de variação sobre o trimestre imediatamente anterior das duas séries obtidas anteriormente: a que deriva da Focus/BCB indica queda de 1,6% no primeiro trimestre de 2021; e a da Bloomberg, de 1,2% (a previsão do Ipea é de queda de 0,5%).<sup>5</sup> No segundo trimestre, a previsão oriunda da Focus aponta estabilidade e a da Bloomberg, crescimento de 0,2%. No terceiro trimestre, crescimento de 1,4% e 1,0%, respectivamente. No quarto, de 1,7% nas duas fontes.

Como teste de consistência do exercício: na série dessazonalizada projetada, assim construída a partir da Focus, a taxa acumulada em quatro trimestres, no quarto trimestre de 2021, é de 3,2%, próxima à mediana para o crescimento anual, de 3,1%.

4. Ver a Visão Geral da Conjuntura divulgada no último dia 30. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/03/visao-geral-da-conjuntura-10/>>.

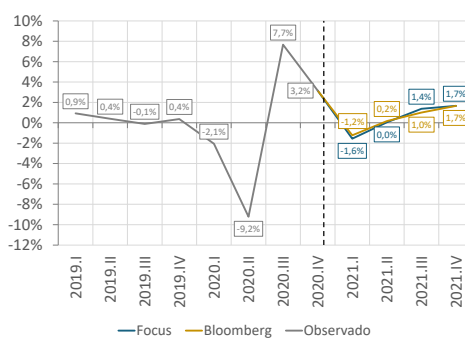
5. Ver a Visão Geral da Conjuntura divulgada no último dia 30. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/03/visao-geral-da-conjuntura-10/>>. A divulgação do dado pelo IBGE ocorrerá no dia 14/6/2021.

**GRÁFICO 2**  
**Evolução do PIB em volume dessazonalizado.**  
(2019.IV = 100)



Fonte: IBGE, BCB e Bloomberg.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Com base na mediana da amostra completa.

**GRÁFICO 3**  
**PIB trimestral: variação sobre o trimestre imediatamente anterior na série dessazonalizada**  
(Em %)



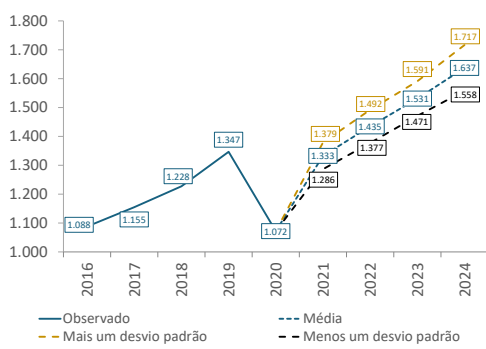
Fonte: BCB, Bloomberg e IBGE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 2 Finanças públicas

O gráfico 4 mostra a evolução da receita líquida do governo central<sup>6</sup> conforme a média da pesquisa Prisma Fiscal, realizada pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia (SPE/ME), e apresenta também o intervalo de um desvio-padrão. A receita caiu de R\$ 1,35 trilhão em 2019 para R\$ 1,07 trilhão em 2020, em valores correntes. A receita deve se recuperar para R\$ 1,33 trilhão em 2021 e seguir até 2024 crescendo cerca de R\$ 100 bilhões por ano, na previsão média.

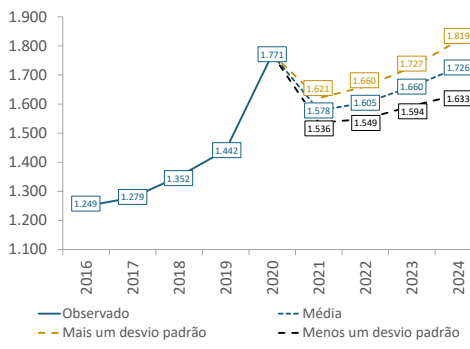
A despesa do governo central, por sua vez, subiu de R\$ 1,44 trilhão para 1,77 trilhão de 2019 para 2020 (gráfico 5). Para 2021, a expectativa atual é que caia para R\$ 1,58 trilhão. Depois, a despesa crescerá a um ritmo menor do que anteriormente à crise: de 2017 a 2018, a despesa cresceu, em média, R\$ 64 bilhões por ano; de 2022 a 2023, a média anual prevista é de R\$ 49 bilhões.

**GRÁFICO 4**  
**Receita líquida do governo central**  
(Em R\$ bilhões)



Fonte: Prisma Fiscal/SPE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 5**  
**Despesa do governo central**  
(Em R\$ bilhões)



Fonte: Prisma Fiscal/SPE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

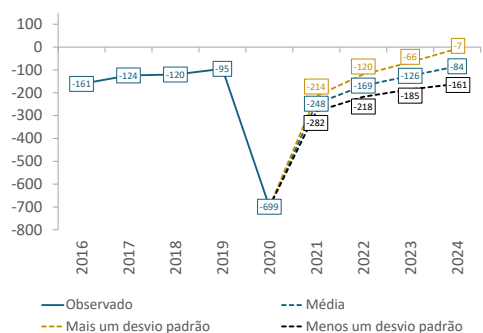
Como consequência do menor crescimento das despesas em relação às receitas, o *deficit* primário (gráfico 6) se reduzirá ao longo dos próximos anos, depois de haver

6. Tesouro Nacional, BCB e Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

aumentado de R\$ 95 bilhões, em 2019, para R\$ 699 bilhões, em 2020, e se reduzido para R\$ 248 bilhões em 2021. Porém, só no cenário mais otimista, representado pela média mais um desvio-padrão das projeções, é que o equilíbrio é atingido no horizonte pesquisado pela Prisma/SPE, em 2024.

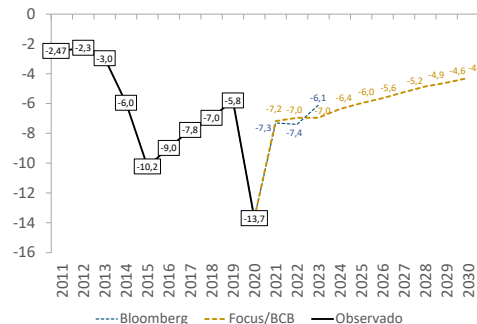
Juntamente com a melhoria no primário, o resultado nominal (primário + despesas com juros) também tem trajetória de redução do *deficit*. O gráfico 7 mostra essa trajetória, em porcentual do PIB, até 2030, de acordo com a Focus/BCB. A expectativa é estabilidade do *deficit* em 7% do PIB até 2024 e paulatina redução até 4,3% em 2030. O gráfico também mostra, para comparação, o resultado da mediana de coleta feita pela Bloomberg para os três primeiros anos.<sup>7</sup>

**GRÁFICO 6**  
**Resultado primário do setor público**  
(Em R\$ bilhões)



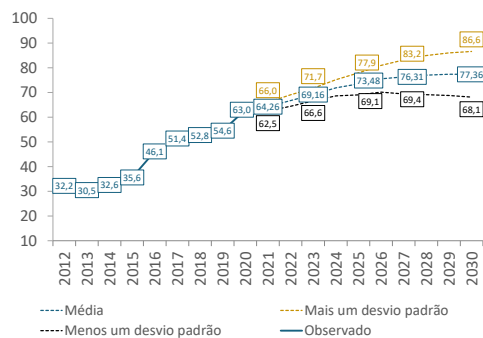
Fonte: Prisma Fiscal/SPE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 7**  
**Resultado nominal do setor público**  
(Em % do PIB)



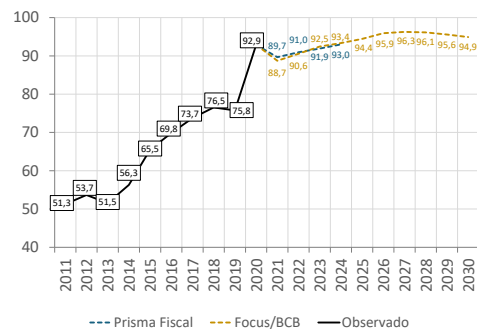
Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Mediana da amostra.

**GRÁFICO 8**  
**Dívida líquida do setor público**  
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Mediana da amostra completa.

**GRÁFICO 9**  
**Dívida bruta do governo geral**  
(Em % do PIB)



Fonte: Prisma Fiscal/SPE.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: Mediana da amostra completa.

Essa trajetória de *deficit* faz crescer a dívida líquida do setor público<sup>8</sup> (gráfico 8), que parte de 63% do PIB em 2020 para alcançar 77% do PIB em 2028, patamar em que se estabiliza. Vale notar que o nível de 2020 foi significativamente superior ao de 2019, 54,6% do PIB, por causa das despesas extras e da perda de arrecadação

7. A projeção de 2023 da Bloomberg tem apenas quatro participantes.

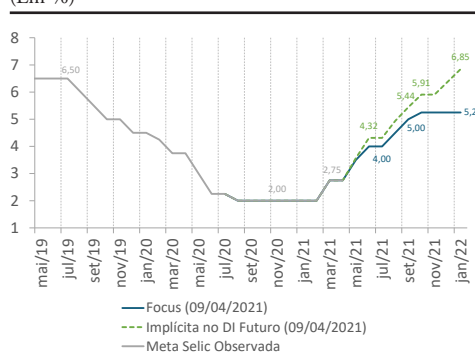
8. O setor público consolidado inclui “o governo federal (Tesouro Nacional e Sistema de Previdência Social), os governos estaduais e municipais, as empresas estatais das três esferas de governo (exceto Petrobras e Eletrobras) e o Banco Central do Brasil” (Fonte: metadados do Sistema gerenciador de séries do BCB (SGS/BCB)).

decorrentes da crise da Covid-19. A dívida bruta do governo geral,<sup>9</sup> que subiu de 75,8% do PIB em 2019 para 92,9% do PIB em 2020, deve cair, em 2021, para 88,7% (Focus/BCB) ou 89,7% (Prisma/SPE). Depois, segue trajetória de elevação até se estabilizar em torno de 96% do PIB a partir de 2026.

### 3 Juros

Depois de o Copom subir a meta para a Selic de 2% para 2,75% em 17 de março, as previsões de mercado para a taxa básica da economia foram ajustadas (o gráfico 10 mostra como estavam em 9 de abril). Para os departamentos econômicos que respondem à pesquisa Focus/BCB, a Selic será elevada até 5,25% em outubro, e aí permanecerá pelo menos até janeiro de 2022. Já no mercado de DI Futuro, acredita-se que a taxa subirá mais rapidamente, alcançando talvez 6% em outubro, e prosseguirá sendo elevada, pelo menos até 6,85% em janeiro do ano que vem.<sup>10</sup>

GRÁFICO 10  
Meta para a taxa Selic: Focus BCB e implícita no DI Futuro (Em %)



Fonte: BCB e Bloomberg  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Obs.: do Focus, mediana da amostra completa.

Como essas expectativas, coletadas pelo BCB ou inferidas do DI Futuro, têm se comportado quando comparadas posteriormente com a trajetória observada da meta para a Selic definida pelo Copom? É isso que os gráficos de 11 a 14 procuram responder.

O gráfico 11 compara projeções implícitas no DI Futuro no início de ciclos de aperto com o que aconteceu depois. Em 2008, o mercado previu que o ciclo de alta levaria mais tempo e faria a Selic subir mais do que realmente aconteceu. Em 2010, o mercado acertou razoavelmente, embora a Selic tenha começado a ser reduzida antes do esperado em 2011. Em 2013 e 2014, ao contrário, o mercado subestimou a alta.

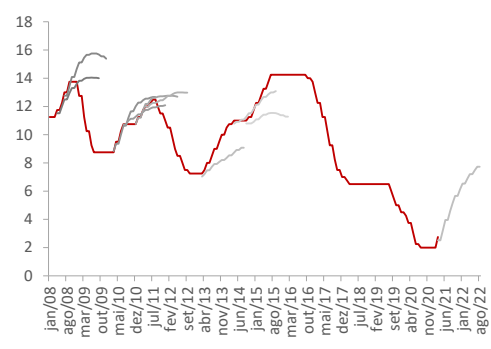
Os gráficos 12, 13 e 14 mostram a comparação entre o que era esperado a cada semana pela Focus e a verdadeira trajetória da meta Selic. O período de 2009 a 2021 está dividido em três gráficos para facilitar a observação. Houve períodos de subestimação e de superestimação, e a melhor maneira de identificá-los é observando os gráficos.

9. "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 SGS/BCB).

10. O cenário exposto na Visão Geral da Conjuntura, do Ipea, trabalha com a Selic a 5% no fim deste ano e a 6% no fim de 2022.

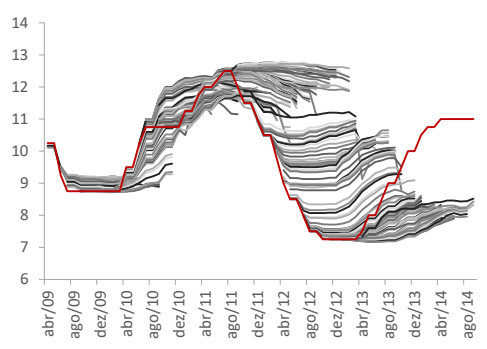
Os gráficos 15 e 16 ilustram o que aconteceu com a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) de títulos públicos nos últimos 30 dias, isto é, desde a última edição deste boletim. No primeiro gráfico, a curva de juros nominais deslocou-se para cima – nos primeiros dois anos, em cerca de 0,7 p.p.; daí em diante, aproximadamente 0,9 p.p. No segundo gráfico, a curva de juros reais também se deslocou para cima, mas, ao contrário da nominal, mais nos primeiros anos do que nos últimos: 0,7 p.p. de 1,5 até 4 anos; e 0,5 p.p., em média, daí em diante. No vértice de um ano, é digno de nota que a taxa real deixou de ser negativa. Isso também aconteceu na taxa de juros real *ex-ante*, calculada com o deflacionamento da taxa do *swap* DI Pré de 360 dias pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) esperado para doze meses de acordo com a Focus (gráfico 17).

**GRÁFICO 11**  
**Meta para a taxa Selic: implícita no DI Futuro e observada em datas selecionadas desde 2008**  
 (Em %)



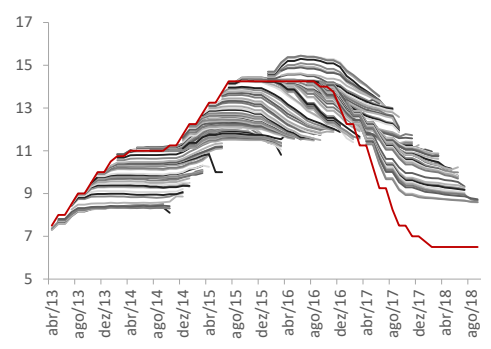
Fonte: BCB e Bloomberg  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 12**  
**Meta para a taxa Selic: projeção mediana Focus/BCB e observada – projeções semanais (2009-2014)**  
 (Em %)



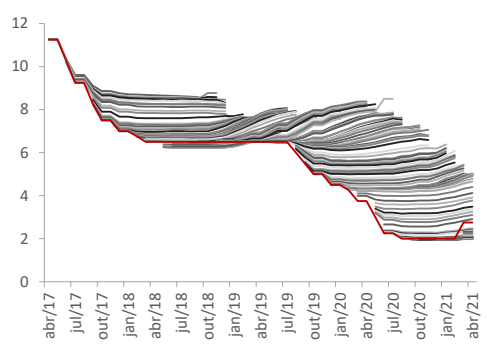
Fonte: BCB  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Meta Selic (linha vermelha).

**GRÁFICO 13**  
**Meta para a taxa Selic: projeção mediana Focus/BCB e observada – projeções semanais (2013-2018)**  
 (Em %)



Fonte: BCB  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Meta Selic (linha vermelha).

**GRÁFICO 14**  
**Meta para a taxa Selic: projeção mediana Focus BCB e observada – projeções semanais (2017-2021)**  
 (Em %)

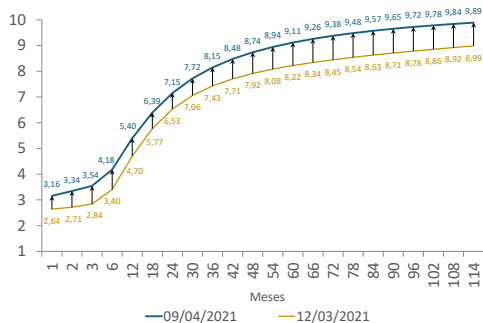


Fonte: BCB  
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
 Obs.: Meta Selic (linha vermelha).



GRÁFICO 15

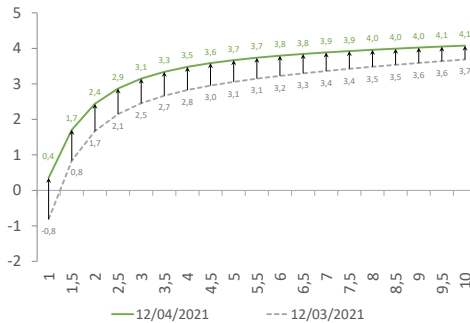
Estrutura a termo da taxa de juros (ETT) nominal de títulos públicos (Em %)



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

GRÁFICO 16

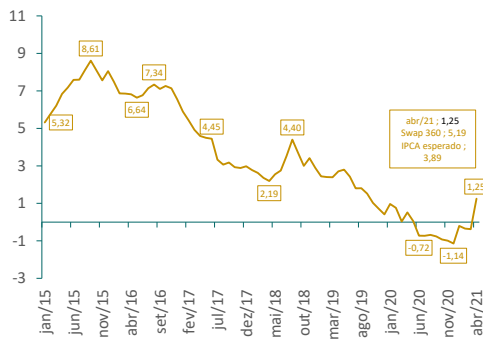
Estrutura a termo da taxa de juros (ETT) real de títulos públicos (Em %)



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

GRÁFICO 17

Taxa de juros real *ex-ante* (Em %)



Fontes: B3 e BCB  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.  
Nota: calculada com o deflacionamento da taxa do swap DI Pré de 360 dias pelo IPCA esperado para doze meses de acordo com a Focus.



#### **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 Kreter  
Andreza Aparecida Palma  
Augusto Lopes dos Santos Borges  
Bruna Naiara de Castro  
Caio Rodrigues Gomes Leite  
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  
Rafael Pastre  
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.