

CRÉDITO E JUROS

Boletim de expectativas - Março de 2022¹

Sumário

Este *Boletim* apresenta uma compilação de expectativas de mercado para diversas variáveis econômicas, coletadas de diferentes fontes.² Neste número, o pano de fundo do contexto mundial é descrito principalmente pela evolução dos preços das *commodities* desde a invasão da Ucrânia pela Rússia. Em seguida, são comparadas as previsões para o Brasil feitas antes e depois do início da guerra. No mesmo intervalo, foram divulgados importantes indicadores da economia brasileira, que influenciam a formação de expectativas. Até o momento, o conjunto de fatos composto de invasão da Ucrânia e divulgação de dados no Brasil de finanças públicas, PIB e inflação levaram a: melhoria na previsão do crescimento em 2022; alta na inflação esperada; alta nos juros nominais (nos reais, queda nos de prazo até um ano e alta nos de prazo acima de dois); piora, apenas em 2023, do resultado nominal do Governo Central; maior despesa com juros em 2022 e 2023; melhor resultado primário em 2022 e 2023; e reduções da dívida bruta do governo geral equivalentes a 0,9% do PIB, em 2022 e 2023, e 0,5% do PIB, em 2024 e 2025.

1 Contexto mundial

Com a alta recente da inflação, os bancos centrais das principais economias do mundo passaram a apertar as políticas monetárias. Ao mesmo tempo, o surto da ômicron provocou redução de atividade, especialmente nos serviços, no início do ano. Esses dois fatores levaram à redução do crescimento esperado para o PIB global e de diversos países e regiões no primeiro trimestre e, como consequência, para a taxa anual.³

A guerra reforça duas consequências da pandemia: as dificuldades nas cadeias produtivas e a alta nos preços das *commodities*. A elevação nos preços das *commodities* pode produzir maior inflação no ano. A questão é qual será a magnitude da reação dos bancos centrais à elevação inflacionária: poderão subir mais as taxas de juros e ou mantê-las altas por mais tempo para combater a maior inflação. Ou, ao contrário, se a guerra tiver efeito negativo sobre o nível de atividade, seria um motivo para moderar o aperto monetário. Os gráficos de 1 a 6 ilustram o comportamento dos preços das *commodities* a partir do início da invasão – a véspera, 23 de fevereiro, tem o traço vertical a identificando e foi também arbitrada como referência igual a 100. O petróleo caiu nos últimos dias, mas ainda estava, em 16 de março, 23% acima do nível da véspera da invasão. O trigo chegou a 63% de alta e, em 16 de março, estava 39% acima do nível de antes da invasão. O milho, 20%. A soja não

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 17 de março de 2022.

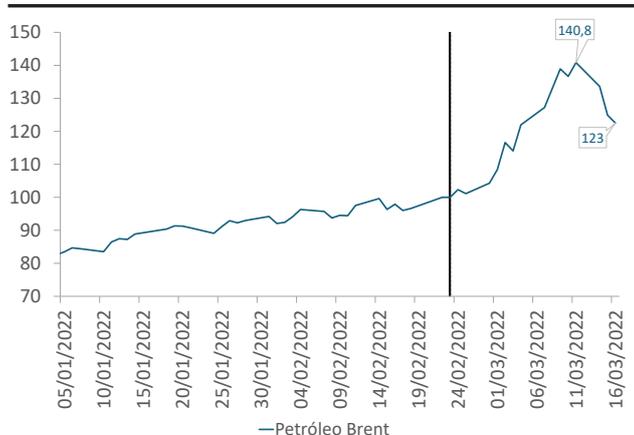
1. Com informações até 16 de março de 2022.

2. Banco Central do Brasil (BCB), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Bloomberg e Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia (SPE/ME).

3. Análise mais detalhada disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2022/02/inflacao-e-nivel-de-atividade-na-economia-global/>>.

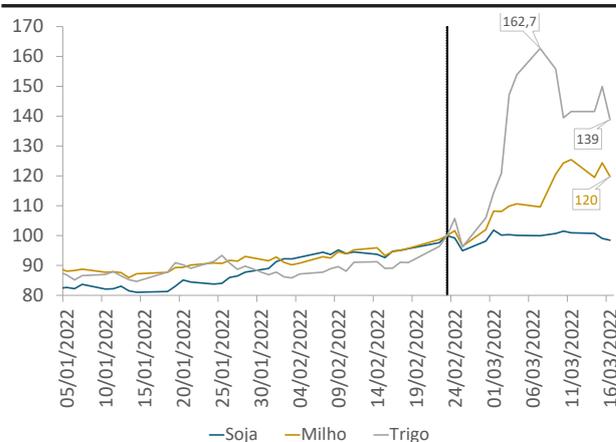
sofreu efeito da guerra e seu preço ficou estável. Minério de ferro e cobre chegaram a subir 11% e 10% e, no dia 16 de março, estavam com altas de 4% e 3% em relação ao dia 23 de fevereiro. O alumínio e o cobalto estão, respectivamente, 15% e 12% mais caros. O paládio subiu cerca de 20% e caiu para 3% abaixo do nível anterior à guerra. O níquel mais do que dobrou de preço e teve sua negociação na bolsa de Londres interrompida. A série do preço do fertilizante é semanal e, em 11 de março, o produto estava 28% mais caro do que em 25 de fevereiro. Assim, embora os preços de alguns produtos tenham voltado aos níveis de antes da invasão, vários continuam bem elevados, mesmo depois de alguma queda na margem, em parte dos casos.

GRÁFICO 1
Preço do petróleo Brent
 (23/2/2022 = 100)



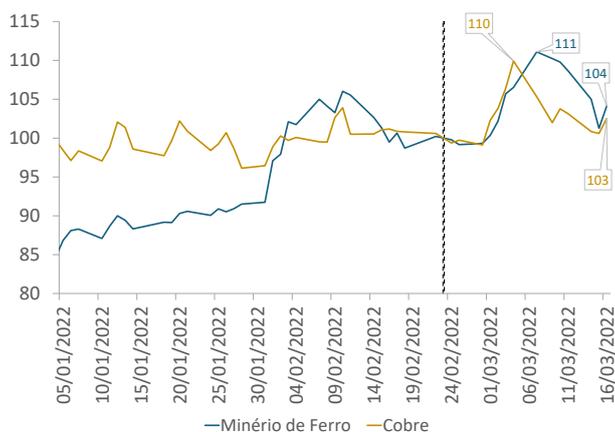
Fonte: Bloomberg.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2
Preço de commodities agrícolas
 (23/2/2022 = 100)



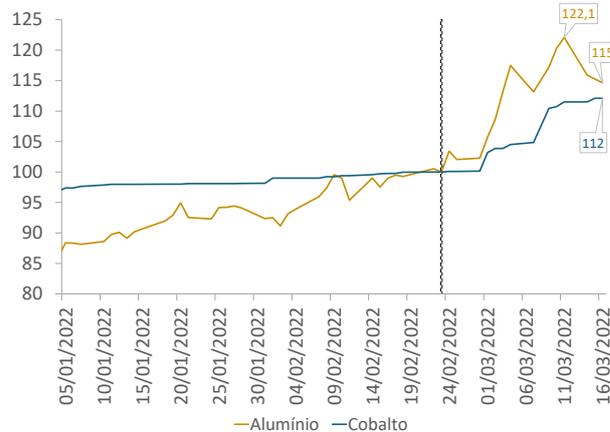
Fonte: Bloomberg.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 3
Preço de commodities metálicas: minério de ferro e cobre
 (23/2/2022 = 100)



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

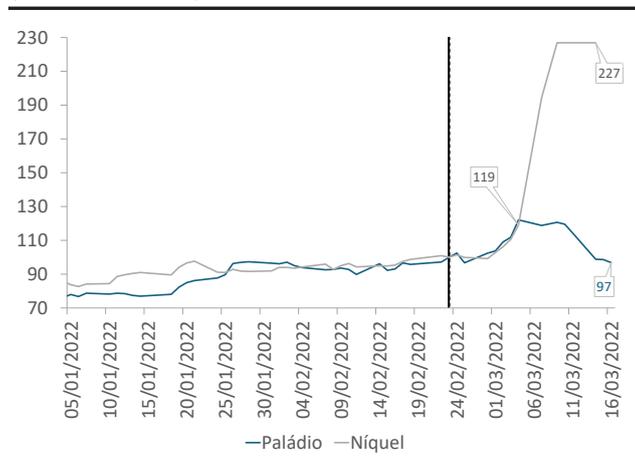
GRÁFICO 4
Preço de commodities metálicas: alumínio e cobalto
 (23/2/2022 = 100)



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

GRÁFICO 5

Preço de *commodities* metálicas: paládio e níquel
(23/2/2022 = 100)

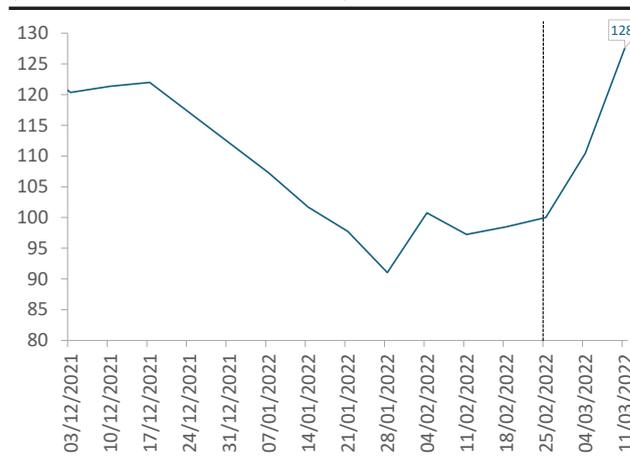


Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 6

Preço dos fertilizantes
(25/2/2022 = 100, série semanal)



Fonte: Bloomberg.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

2 Contexto brasileiro e reflexos sobre expectativas

No caso do Brasil, a taxa de juros básica começou a ser elevada ainda em março de 2021 e, desde então, passou de 2% para 11,75%, taxa definida na decisão de 16 de março do Comitê de Política Monetária (Copom), que elevou a meta para a Selic em 100 pontos-base, conforme a expectativa preponderante.⁴ A redução do ritmo de 150 pontos das três reuniões anteriores foi indicada no comunicado e na ata da última reunião, de 2 de fevereiro, portanto 22 dias antes da invasão e das consequências econômicas trazidas.

Outros fatos importantes para a formação de expectativas para a economia brasileira, além da eclosão da guerra, foram a divulgação do resultado das contas públicas de janeiro (Tesouro Nacional em 24 de fevereiro e setor público consolidado no dia seguinte), do PIB brasileiro do quarto trimestre de 2021, em 4 de março; e do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de fevereiro, em 11 de março. Por isso, escolhemos, para comparar expectativas, as datas de 18 de fevereiro e 11 de março (sextas-feiras, referência do Focus), pois captará os efeitos de todos esses fatos sobre as projeções (em alguns casos, 14 de março).

Nesse período de três semanas, as expectativas para o crescimento do PIB em 2022 melhoraram: a mediana das expectativas coletadas nos últimos cinco dias passou de +0,3% para +0,5%.⁵ O gráfico 7 mostra a comparação entre as previsões medianas feitas nessas datas trimestre a trimestre de 2022, na variação sobre o trimestre equivalente de 2021.

As previsões para o IPCA em 2022 sofreram notável reajuste após a divulgação do dado de fevereiro, passando de 5,76% para 6,45%, na mediana do Focus (gráfico 8). Além do número de fevereiro ter saído acima do que vinha sendo esperado, pode ter sido a oportunidade em que os analistas incorporaram nas previsões os choques nos preços de *commodities* devidos à guerra. O gráfico 9 mostra a elevação na inflação esperada implícita nos negócios do mercado secundário de títulos do Tesouro: no vértice de cinco anos, por exemplo, elevou-se de 5,5% em 18 de fevereiro para 6,1% em 11 de março e 6,3% em 14 de março (lembrando que essa medida de

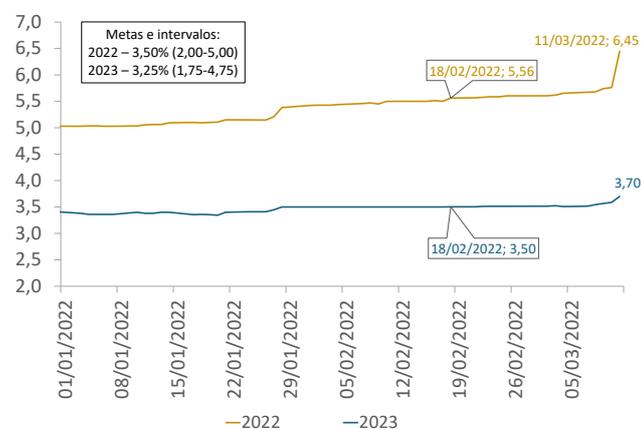
4. A mediana do Focus de 11 de março era de Selic de 11,75% na decisão do dia 16; a Selic implícita no DI Futuro, na mesma data era de 11,80%; e uma pesquisa da Bloomberg com 25 economistas mostrava 21 prevendo 11,75%, dois prevendo 12% e dois, 12,25%.

5. A opção pela base de dados coletados nos últimos cinco dias permite captar o efeito da divulgação do PIB do quarto trimestre de 2021; na amostra dos últimos trinta dias haveria projeções feitas antes e depois da divulgação.

inflação embute prêmio de risco). Entre 18 de fevereiro e 14 de março, as taxas de juros nominais na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) subiram ao longo de todos os vértices, em média 1,1 ponto de porcentagem (p.p.), variando entre 0,79 p.p. (seis meses) e 1,28 p.p. (três anos) – gráfico 10. A curva de juros reais apresentou queda nos vértices mais curtos e elevação a partir de 2,5 anos; está bem achatada, oscilando entre 5,8% e 6,1% – gráfico 11.

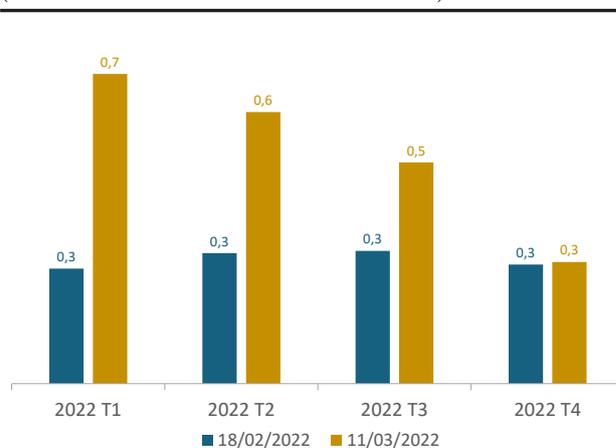
O Prisma Fiscal, pesquisa da SPE/ME, divulgado em 15 de março, trouxe melhora na previsão mediana de receita líquida do Governo Central em 2022 de R\$ 28 bilhões em relação à previsão da edição de fevereiro, um crescimento de 1,7%. Para 2023 a 2025, o aumento foi de 1,2% a 1,1%. A despesa esperada para 2022 caiu R\$ 662 milhões e subiu, de 2023 a 2025, R\$ 23 bilhões em média anual (aumento de 1,2%). O déficit primário esperado reduziu-se em quase R\$ 10 bilhões (13%) para 2022 e em mais de R\$ 5 bilhões (9%) para 2023. Para 2024, o déficit esperado aumentou em mais de R\$ 5 bilhões (22%) e, para 2025, o superávit previsto subiu de R\$ 381 milhões para quase R\$ 6 bilhões. Em média anual, o resultado primário esperado para 2022-2025 melhorou em R\$ 3,9 bilhões entre a pesquisa de fevereiro e a de março. O gráfico 12 ilustra a evolução do resultado primário previsto, comparando as coletas de fevereiro e de março. O gráfico 13 mostra as previsões medianas para o resultado nominal e o gráfico 14, para as despesas com juros (as despesas com juros não são divulgadas no Prisma; são resultado da diferença entre o resultado nominal e primário). Por fim, o gráfico 15 mostra como a previsão para a dívida bruta do Governo Geral teve redução, entre fevereiro e março, de aproximadamente 0,9% do PIB, em 2022 e 2023, e de aproximadamente 0,5% do PIB, em 2024 e 2025.

GRÁFICO 8
IPCA: evolução das projeções para 2022 e 2023
(Em %)



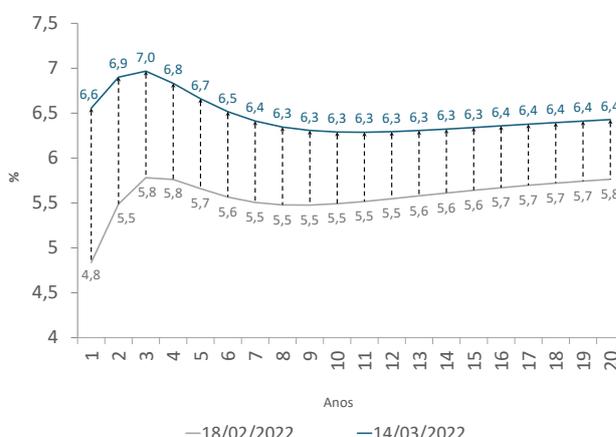
Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 7
PIB trimestral em 2022
(Em var% sobre mesmo trimestre de 2021)



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

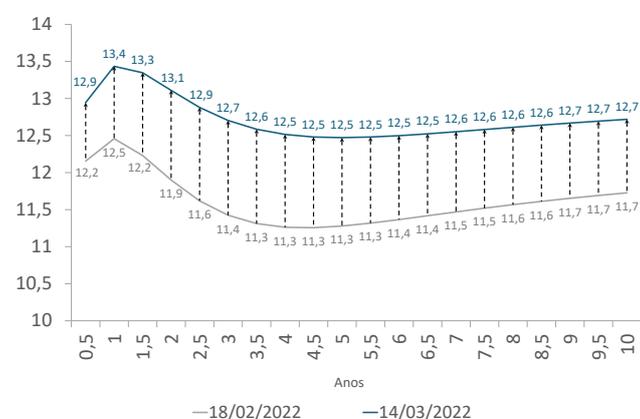
GRÁFICO 9
Inflação implícita na estrutura a termo da taxa de juros de títulos públicos
(Em % a.a.)



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

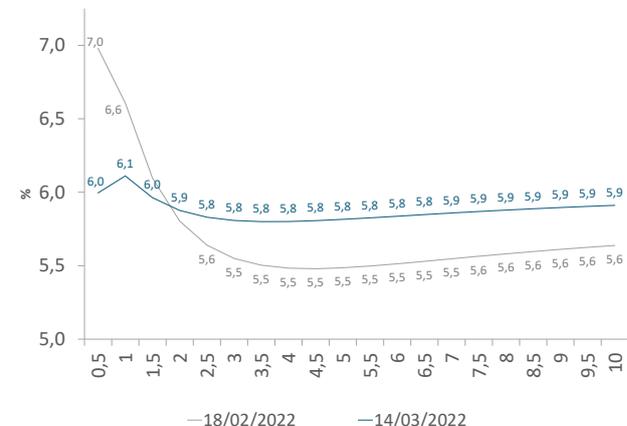
Em conclusão, até o momento, o conjunto de fatos composto de invasão da Ucrânia e divulgação de dados no Brasil de finanças públicas, PIB e inflação levaram a: melhoria na previsão do crescimento em 2022; alta na inflação esperada; alta nos juros nominais (nos reais, queda nos de prazo até um ano e alta nos de prazo acima de dois); piora, apenas em 2023, do resultado nominal do Governo Central; maior despesa com juros em 2022 e 2023; melhor resultado primário em 2022 e 2023; e reduções da dívida bruta do governo geral projetada equivalentes a, aproximadamente, 0,9% do PIB em 2022 e 2023, e 0,5% do PIB em 2024 e 2025.

GRÁFICO 10
Estrutura a termo da taxa de juros: juros nominais prefixados (Em %)



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

GRÁFICO 11
Estrutura a termo da taxa de juros: juros reais acima do IPCA (Em %)



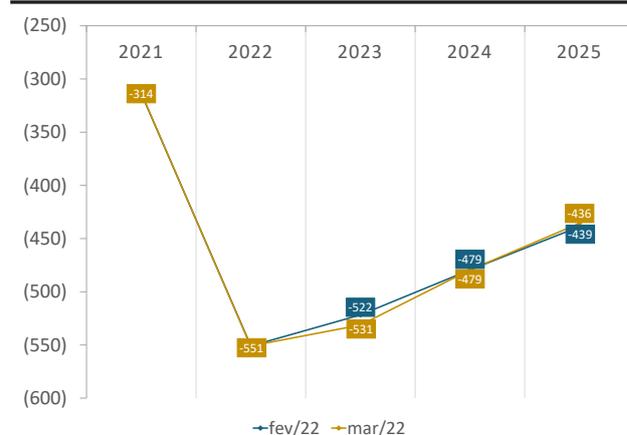
Fonte: Anbima.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 12
Prisma fiscal: resultado primário do Governo Central (Em %)



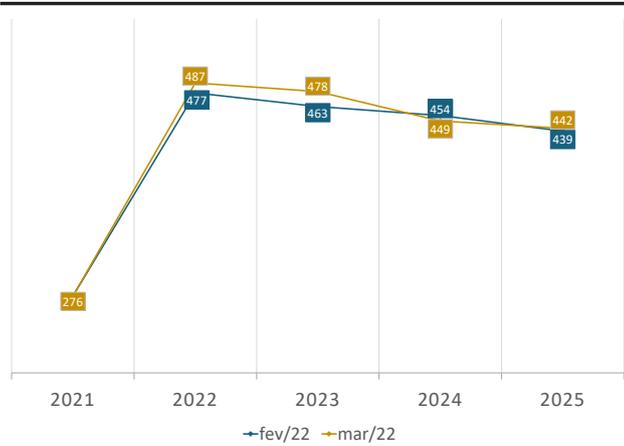
Fonte: SPE/ME.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13
Prisma fiscal: resultado nominal do Governo Central (Em R\$ bilhões)



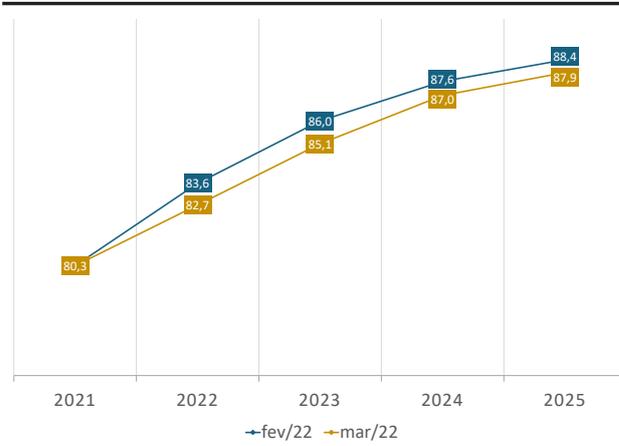
Fonte: SPE/ME.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 14
Prisma fiscal: despesa com juros
 (Em %)



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

GRÁFICO 15
Prisma fiscal: dívida bruta do Governo Geral
 (Em %)



Fonte: SPE/ME.
 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)

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
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:

Caio Rodrigues Gomes Leite
Diego Ferreira
Felipe dos Santos Martins
Izabel Nolau de Souza
Marcelo Lima de Moraes
Pedro Mendes Garcia
Rafael Pastre
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.
