CARTA DE
CONJUNTURA
NÚMERO 38 — 1 ° TRIMESTRE DE 2018

FEVEREIRO DE 2018

Boletim de expectativas

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

estevao.bastos@ipea.gov.br

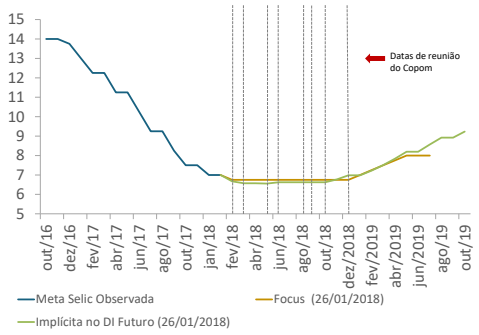
Sumário

A mediana das expectativas do Boletim Focus do Banco Central do Brasil (Focus/BCB) indica mais um corte da Selic, na reunião que ocorrerá em 07 de fevereiro, que levaria a taxa a 6,75% ao ano (a.a.). A possibilidade de um corte que reduza essa taxa para 6,50% na próxima reunião ou na de 21 de março aparece na meta para a Selic implícita no DI Futuro, que está em 6,67% em fevereiro e 6,57% em março; assim como na média do Focus, que é de 6,75% em fevereiro e de 6,69% em março. Focus e DI preveem que a taxa deverá permanecer até os meses finais deste ano no nível que atingir em fevereiro ou março. Na estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ), do início de dezembro do ano passado até a última sexta-feira (26/01), houve redução de 0,4 a 0,5 pontos de porcentagem (p.p.) nos juros reais nos vértices mais longos, enquanto os mais curtos passaram por pouca alteração. Depois de ter caído muito ao longo de 2016 e do primeiro semestre de 2017, a inflação esperada para doze meses seguintes, levando em conta diferentes fontes (Focus/BCB e inflação implícita em títulos públicos e em *swaps*) passou a oscilar entre 4,0% e 5,0%, aproximadamente. As expectativas para o resultado fiscal primário do setor público consolidado apontam para melhoria gradual ao longo dos próximos anos, mas até 2021 não é esperado *superavit* pela média das previsões. A expectativa média de crescimento do PIB em 2018 é de 2,6%. Quanto ao *deficit* em transações correntes do Balanço de Pagamentos, depois de passar de 4,2% do PIB em 2014 para 0,5% do PIB em 2017, a mediana das previsões de mercado indica que deve voltar a aumentar moderadamente, chegando a 2% do PIB em 2021.

1 Juros

A mediana das expectativas do Focus/BCB indica corte de 0,25 p.p. na Selic em 07 de fevereiro; depois, a taxa permaneceria constante ao longo do ano em 6,75% a.a. . A possibilidade de um corte um pouco maior na próxima reunião ou na de 21 de março, que leve a taxa para 6,50%, aparece na meta para a Selic implícita no DI Futuro, que está em 6,67% em fevereiro e 6,57% em março. A média do Focus é de 6,75% em fevereiro e de 6,69% em março, indicando que há agentes em número não desprezível prevendo a Selic em 6,50% na reunião de 21 de março. Não obstante essas diferenças, Focus e DI concordam que a taxa deverá permanecer até os meses finais deste ano no nível que atingir em fevereiro ou março. E também são acordes em prever a Selic em elevação no primeiro semestre de 2019. O gráfico 1 ilustra esses fatos.

GRÁFICO 1
Meta para a taxa Selic
(Em %)



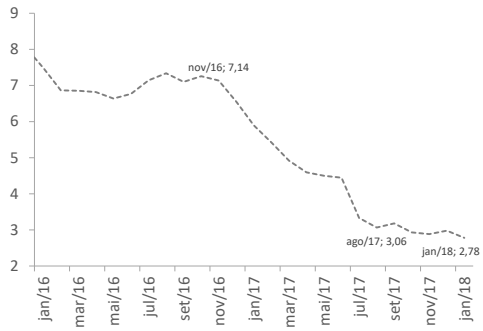
Fonte: BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

Box – datas das reuniões do Copom em 2018

A decisão é anunciada no segundo dia de cada encontro.

1) 6 e 7 de fevereiro
2) 20 e 21 de março
3) 15 e 16 de maio
4) 19 e 20 de junho
5) 31 de julho e 1º de agosto
6) 18 e 19 de setembro
7) 30 e 31 de outubro
8) 11 e 12 de dezembro

GRÁFICO 2
Taxa de juros real *ex-ante* (*swap* DI-Pré / expectativa 12 meses IPCA Focus BCB) e meta para a Selic
(Em %)



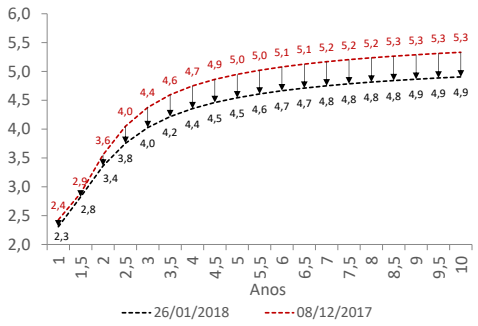
Fontes: BM&FBovespa e BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

A taxa de juros real *ex-ante*, calculada pelo deflacionamento da taxa do *swap* DI-Pré de 360 dias pelo IPCA esperado para o mesmo período, de acordo com o Focus/BCB, caiu aceleradamente entre novembro de 2016 a agosto de 2017, passando de 7,1% para 3,1%. Depois, o ritmo diminuiu, mas ainda se observou queda: em 26 de janeiro último estava em 2,8%. Essa taxa que olha para a frente representa melhor os juros que os agentes econômicos levam em consideração em suas decisões do que a taxa observada *ex-post*, como seria o caso da Selic acumulada nos últimos doze meses descontada da inflação do mesmo período (6,80% em dezembro de 2017).

No último Boletim de Expectativas, de 14 de dezembro, foi mostrado que a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) reais, que, no início de outubro de 2016 – isto é, algumas semanas antes do começo do ciclo de afrouxamento monetário –, estava praticamente sem inclinação, com taxas próximas a 6% a.a., havia chegado, no dia 8 de dezembro último, a um formato normal: positivamente inclinada e côncava em relação ao eixo horizontal, ao mesmo tempo em que baixara de nível em todos os vértices. A queda para os prazos mais curtos havia sido muito significa¬tiva, como no caso de um ano, de 6,1% para 2,4%, ou no de dois anos, de 6,0% para 3,6%. Nos vértices mais longos, para além de sete anos, a queda tinha sido bem menor, de 0,5 ponto de porcentagem (p.p.), de 5,8% para 5,3%. Como se pode ver no gráfico 3, do início de dezembro do ano passado até a última sexta-feira, 26/01, houve redução de 0,4 a 0,5 p.p. justamente nos vértices mais longos, enquanto os mais curtos sofreram alterações menores. Essa queda em menos de dois meses é significativa, se considerado que uma queda da mesma magnitude, nesses prazos maiores da curva, havia levado mais de um ano para ocorrer. No gráfico 4, vê-se

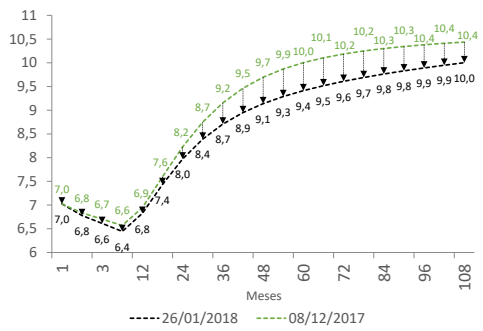
que movimento semelhante ocorreu na curva nominal: pouca alteração nos prazos curtos, até 24 meses, e redução mais notável nos longos.

GRÁFICO 3
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) – juros reais acima do IPCA
(Em %)



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

GRÁFICO 4
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) – juros nominais prefixados
(Em %)

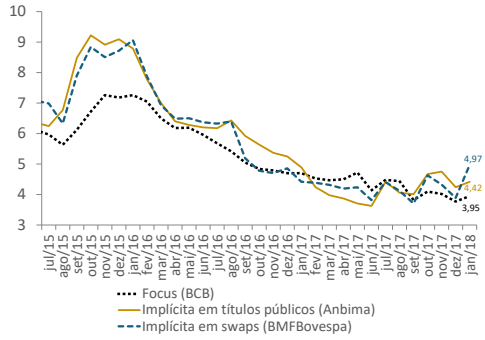


Fonte: Anbima
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

2 Inflação

Depois de ter caído muito ao longo de 2016 e do primeiro semestre de 2017, a inflação esperada para doze meses à frente passou a oscilar entre 4,0% e 5,0%, aproximadamente. Da última sexta-feira de dezembro de 2017 para a última de janeiro de 2018, o movimento foi de elevação nas três fontes aqui acompanhadas: Focus/BCB; inflação implícita em títulos públicos/Anbima; e inflação implícita em swaps/BM&FBovespa. No caso do Focus/BCB e da Anbima, a elevação foi moderada; houve aumento significativo na inflação implícita obtida dos *swaps*, mas é preciso ter em mente que esta série é, normalmente, mais volátil (ver gráfico 5). A curva de inflação da ETTJ, na comparação entre o início de dezembro de 2017 e o fim de janeiro de 2018, deslocou-se para baixo e também sofreu mudança na curvatura, tornando-se praticamente linear (ver gráfico 6). As maiores quedas, superiores a 0,15 p.p., verificaram-se nos vértices em torno dos cinco anos. Dos *swaps* DI x Pré e DI x IPCA de cinco anos, extrai-se a inflação média esperada para os próximos cinco anos (que inclui também um prêmio de risco, que é maior quanto mais longo for o prazo). No gráfico 7, é possível identificar quatro fases: i) de janeiro de 2013 até junho de 2015, quando a inflação média esperada para os cinco anos seguintes era de 6,0%; ii) de julho de 2015 a janeiro de 2016, quando as expectativas foram contaminadas

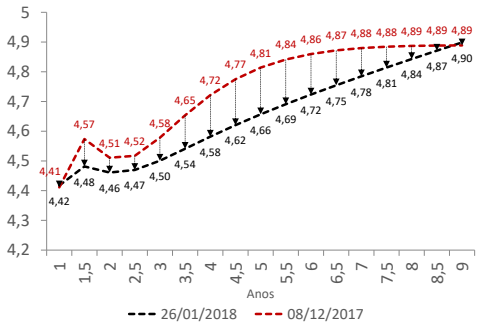
GRÁFICO 5
Expectativa de inflação nos 12 meses seguintes (último dado: 26/01/2018)
(Em %)



Fonte: BCB, Anbima e BM&FBovespa
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

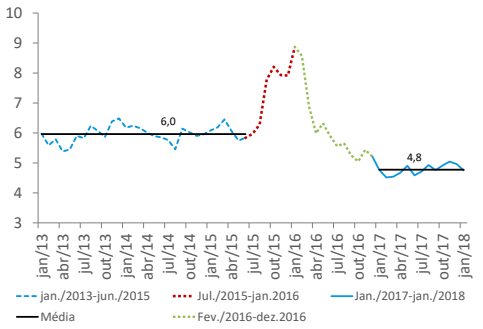
pelo surto inflacionário de 2015 e chegaram a 8,9%; iii) de fevereiro a dezembro de 2016, quando, inversamente, as expectativas passaram a refletir o processo desinflacionário; e iv) de janeiro de 2017 a janeiro de 2018, quando as expectativas para os próximos cinco anos se estabilizaram em torno da média de 4,8%. Em resumo, o resultado do processo de elevação das expectativas e de sua reversão foi uma taxa esperada 1,2 p.p. menor do que antes, isto é, caiu de 6,0% em média, no período de janeiro de 2013 até junho de 2015, para 4,8% em média, de janeiro de 2017 a janeiro de 2018.

GRÁFICO 6
Inflação implícita em títulos públicos (ETTJ)
(Em %)



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

GRÁFICO 7
Inflação implícita em *swaps*
(Em %)

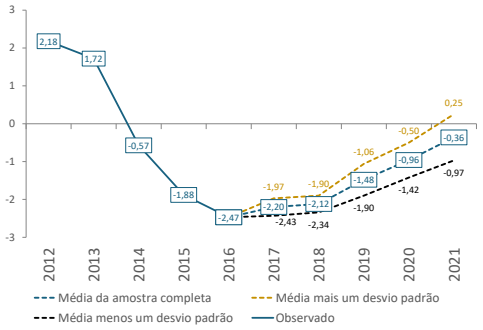


Fonte: BM&FBovespa
Elaboração: Grupo de Conjuntura / Dimac / Ipea

3 Resultado primário, PIB e transações correntes do balanço de pagamentos

As expectativas para o resultado fiscal primário do setor público consolidado apontam para melhoria gradual ao longo dos próximos anos, mas até 2021 não é esperado *superavit* pela média das previsões; apenas adicionando-se um desvio-padrão (d.p.) à média das projeções obtém-se resultado positivo para 2021, ao mesmo tempo que, subtraindo-se um d.p., o *deficit* ainda seria de quase 1% do PIB (gráfico 8).

GRÁFICO 8
Resultado fiscal primário do setor público
(Em %)

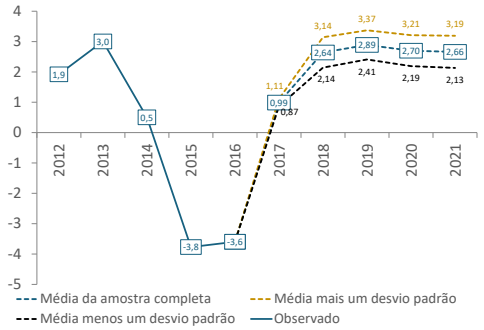


Fonte: Sistema de expectativas do BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

A expectativa média de crescimento do PIB em 2018 é de 2,6%, podendo chegar a 3,1% para o bloco mais otimista – representado pela adição de um d.p. à média –, ou ficar limitado a 2,1%, para os pessimistas (i.e., subtraindo-se um d.p.). Para o longo prazo (i.e., 2020 e 2021), o intervalo é de 2,1% a 3,2%, com média de 2,7%.

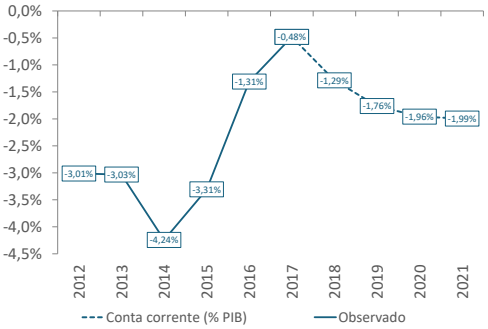
Com relação às projeções para o resultado das transações correntes do balanço de pagamentos, o BCB divulga as expectativas em dólares. Aqui são apresentadas essas projeções em porcentual do PIB, para isso fazendo uso das projeções do próprio Focus/BCB para crescimento do PIB, taxa de câmbio e inflação (IPCA). O resultado está no gráfico 10, em que se vê que é esperado que o *deficit* em conta corrente, depois de passar de 4,2% do PIB em 2014 para 0,5% do PIB em 2017, deve voltar a aumentar moderadamente, chegando a 2% do PIB em 2021.

GRÁFICO 9
PIB: variação anual
(Em %)



Fonte: Sistema de expectativas do BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

GRÁFICO 10
Transações correntes do Balanço de Pagamentos
(Em % do PIB)



Fonte: Sistema de expectativas do BCB
Elaboração: Grupo de Conjuntura/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:

Christian Vonbun
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Marco Aurélio Alves de Mendonça
Marcelo Nonnenberg
Maria Andréia Parente Lameiras
Mônica Mora Y Araujo de Couto e Silva Pessoa
Paulo Mansur Levy
Vinicius dos Santos Cerqueira
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Simplicio Ferreira
Leonardo Simão Lago Alvite
Luciana Pacheco Trindade Lacerda

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 do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão.
É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.