

OUTUBRO DE 2018

Boletim de expectativas

Sumário

Este boletim compila expectativas para algumas variáveis oriundas de diversas fontes: Pesquisa Focus do Banco Central do Brasil (BCB); Relatório de Inflação (RI) do BCB; Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima); BM&FBovespa; Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF); Agência Broadcast; e da própria *Carta de Conjuntura*.

A recente decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) não alterou as expectativas quanto à trajetória da Selic: para os analistas consultados pelo Focus/BCB, a taxa fica estável até abril, enquanto as projeções implícitas no Depósito Interfinanceiro (DI) Futuro indicam início do aperto monetário ainda em 2018. A *Carta de Conjuntura* projeta que a taxa será mantida em 6,50% neste ano e terminará 2019 em 8,00%. Essa expectativa para o fim do ano que vem é a mesma no Focus/BCB e para um conjunto de analistas consultados pela Agência Broadcast. Do DI Futuro, depreende-se que a Selic fechará 2019 em 10%. A estrutura a termo da taxa de juros (E_{TTJ}) também não sofreu maiores alterações na comparação pré e pós-Copom, tanto em termos nominais quanto reais. Nesta edição, foram incluídas as expectativas do Focus também para a taxa de câmbio: projeta-se estabilidade em termos nominais – de 2019 até 2022 – em torno de R\$ 3,90.

A seção sobre inflação destaca os cenários do RI, além de apresentar as projeções habituais. De maneira geral, para os próximos anos, espera-se que a inflação se manterá bem-comportada e de acordo com as metas estabelecidas. As expectativas para o resultado fiscal primário do setor público, por sua vez, não passaram por alterações significativas, e se prevê melhoria gradual ao longo dos próximos anos – sendo insuficiente, porém, para impedir o crescimento da dívida pública como porcentagem do produto interno bruto (PIB), pelo menos até 2021. As projeções para o crescimento do PIB do Focus apontam para 1,4% em 2018 e 2,5% em 2019. A Carta de Conjuntura tem projeção de 1,6% para este ano e 2,9% para 2019.

1 Juros

As expectativas para as decisões do Copom continuam bem diferentes conforme se tome a mediana das previsões do Boletim Focus/BCB ou as cotações do mercado de DI Futuro. No primeiro caso, a primeira elevação da Taxa Selic só ocorreria

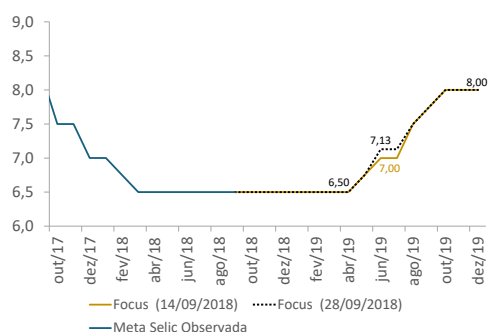
Estêvão Kopschitz X. Bastos
Técnico de Planejamento e Pesquisa da
Diretoria de Estudos e Políticas
Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

estevao.bastos@ipea.gov.br

Com informações até 01 de outubro de 2018

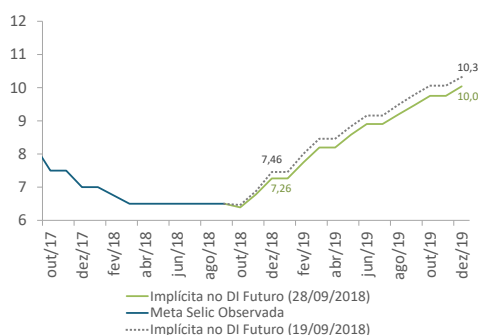
em maio de 2019; no segundo, a taxa chega a dezembro deste ano em 7,25%. Essa diferença nas trajetórias já existia antes do último Copom, em 19 de setembro, e as respectivas projeções quase não se alteraram após a decisão de manter a Selic em 6,5% e da divulgação da ata. No Focus, a Selic chegaria em dezembro de 2019 em 8,0%; no DI Futuro, a 10,0%. Isso pode ser conferido nos gráficos 1 e 2. Enquete da Agência Broadcast com 36 instituições divulgada em 27 de setembro aponta para Selic estável este ano e de 8,2% no fim de 2019, se considerada a média das respostas (similar ao Focus, portanto). A Carta de Conjuntura projeta que a taxa seja mantida em 6,50% neste ano e que termine 2019 em 8,00%.

GRÁFICO 1
Meta para a taxa Selic — previsão do Focus/BCB em duas datas (anterior e posterior ao Copom de 19/9/2018) (Em %)



Fonte: Banco Central do Brasil (BCB).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 2
Meta para a taxa Selic — previsão implícita no DI Futuro em duas datas (anterior e posterior ao Copom de 19/9/2018) (Em %)



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

Datas das reuniões do Copom em 2018

A decisão é anunciada no segundo dia.

- 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

Datas das reuniões do Copom em 2019

A decisão é anunciada no segundo dia.

- 1) 5 e 6 de fevereiro
- 2) 19 e 20 de março
- 3) 7 e 8 de maio
- 4) 18 e 19 de junho
- 5) 30 e 31 de julho
- 6) 17 e 18 de setembro
- 7) 29 e 30 de outubro
- 8) 10 e 11 de dezembro

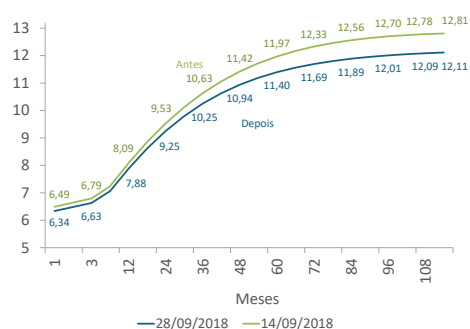
Comparando as datas pré e pós-Copom, a ETTJ também se modificou pouco. No caso da ETTJ nominal, a curva se deslocou um pouco para baixo, quando se compara a do dia 14 de setembro com a de 28 de setembro, com a diferença crescendo

à medida que se avança nos vértices da curva: nos primeiros doze meses, a média foi de aproximadamente 0,2 ponto percentual (p.p.); no vértice de cinco anos (60 meses), a queda foi de 0,6 p.p.; no de nove anos (108 meses), 0,7 p.p.

A ETIJ com juros reais está apresentada no gráfico 4 nas mesmas datas: 14 e 28 de setembro. Ao longo dessas duas semanas em torno do Copom, o movimento foi de deslocamento da curva para baixo, entre os vértices de dois e cinco anos. A redução máxima ocorreu no vértice de três anos: 0,2 p.p.

GRÁFICO 3

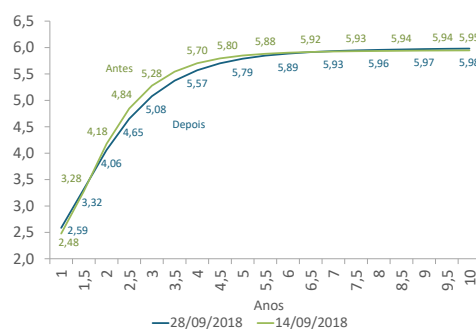
Estrutura a termo da taxa de juros (ETT) – juros nominais (Em %)



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

GRÁFICO 4

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



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

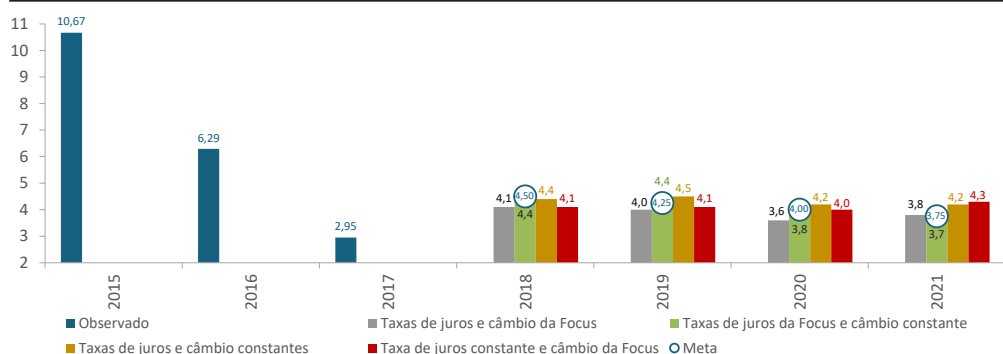
2 Inflação

O último RI do BCB, divulgado em 27 de setembro, trouxe as habituais projeções para a inflação, obtidas a partir de quatro cenários: *i*) com taxas de juros e câmbio da pesquisa Focus de 14 de setembro de 2018; *ii*) com taxa de juros da pesquisa Focus e taxa de câmbio constante (o câmbio dos cenários em que é considerado constante é R\$ 4,15, média dos cinco dias úteis terminados na sexta-feira anterior ao Copom); *iii*) com taxas de juros e câmbio constantes (juros constantes em 6,5%); e *iv*) com taxa de câmbio da pesquisa Focus e taxa de juros constantes. Para 2018, as projeções dos quatro cenários estão entre 4,1% e 4,4%; a mediana do Focus de 14 de setembro era de 4,1%, e a de 28 de agosto, 4,3%; a projeção da *Carta de Conjuntura* é de 4,2%; a meta, 4,5%. Para 2019, os cenários projetam IPCA entre 4,0% e 4,5%; a mediana do Focus de 14 de setembro era de 4,1% e a de 28 de setembro, de 4,2%; a *Carta de Conjuntura* projeta 4,2%, e a meta é de 4,25%. A média da enquete da Agência Broadcast é de 4,3% entre 2018 e 2019. Para 2020, os cenários do RI vão de 3,6% a 4,2%, intervalo no qual está contida a expectativa do Focus de 4,0%, que é igual à meta. Para 2021, os cenários vão de 3,7% a 4,3%; o Focus previa 3,9% no dia 14 e 4,0% no dia 28. A meta para 2021 é 3,75%.

GRÁFICO 5

IPCA - cenários do relatório de inflação do BCB

(Em %)



Fonte: BCB.

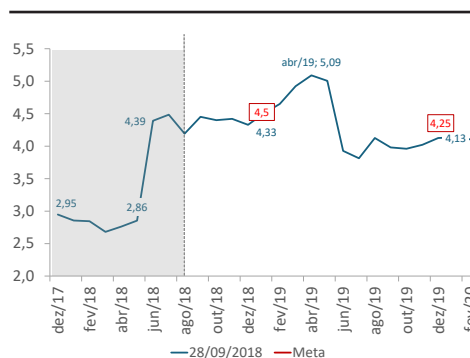
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

O gráfico 6 mostra a trajetória esperada em 28 de setembro para a taxa de inflação acumulada em doze meses, de acordo com a mediana do Focus/BCB mais recente (28 de setembro) até fevereiro de 2020. O salto em junho deste ano ocorreu como efeito da greve dos caminhoneiros e por causa da taxa negativa de junho de 2017, quando o IPCA foi de -0,23%. De acordo com o Focus/BCB, o IPCA deverá fechar o ano em 4,3%, abaixo, portanto, da meta de 4,5%. Também se espera que o IPCA termine 2019 abaixo da meta de 4,25%, mas antes deverá superar 5%, em abril e maio. Em junho, passado o efeito da greve dos caminhoneiros na taxa de doze meses, a inflação acumulada em um ano deverá cair para 3,9%. O gráfico 6 mostra a inflação acumulada em doze meses calculada a partir das expectativas para a inflação mensal, com 4,1% para 2019; a expectativa mediana do Focus de periodicidade anual prevê 4,2% para 2019.

GRÁFICO 6

IPCA acumulado em doze meses – dados e projeções

(Em %)



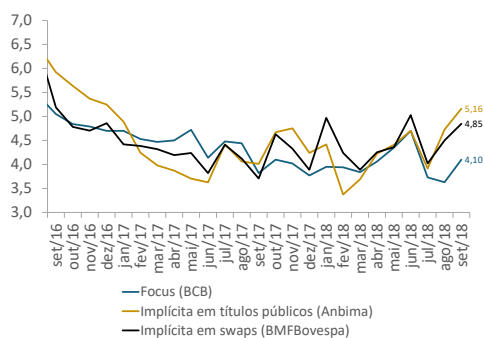
Fonte: Focus/BCB e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

A expectativa de inflação (IPCA) para os próximos doze meses subiu, em setembro, nas três fontes aqui acompanhadas: Focus/BCB, Anbima e BM&FBovespa,¹ estando entre 4,1% e 5,2% (gráfico 7). Vale sempre lembrar que as medidas de inflação implícita possuem componente de risco.

A inflação média para os próximos cinco anos implícita nas negociações com *swaps* passou todo o ano de 2017 oscilando entre 4,5% e 5%. Em 2018, vem se elevando; chegou a 5,7% em agosto e caiu para 5,3% em setembro (gráfico 8). A mediana do Focus para a inflação de 2020 e 2021 é de 4%.

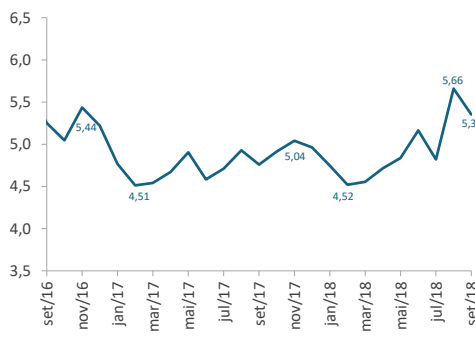
¹ Anbima: inflação implícita em negociações com títulos públicos; BM&FBovespa: inflação implícita nos contratos de *swap*.

GRÁFICO 7
Expectativa de inflação nos doze meses seguintes
(último dado: 28 set. 2018)
(Em %)



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

GRÁFICO 8
Inflação implícita em *swaps* de 5 anos (último dado:
28/9/2018)
(Em %)



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



3 Variáveis Fiscais, PIB e Taxa de Câmbio

As expectativas coletadas pelo Focus/BCB para o resultado fiscal primário do setor público consolidado não passaram por alterações significativas, e se prevê melhoria gradual ao longo dos próximos anos, como ilustrado no gráfico 9. Um número positivo está fora do intervalo de um desvio-padrão até 2020, e somente em 2022 haveria um *superavit* de 0,2% do PIB. Na pesquisa do Prisma Fiscal, feita pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF) para o resultado primário do governo central em milhões de reais (valores correntes), também há *deficit* primário até 2021 (de R\$ 39 bilhões, equivalentes a 0,5% do PIB).²

A tabela 1 compara as estimativas de resultado primário do Prisma Fiscal e do Focus/BCB, em porcentagem do PIB. Como o Prisma não divulga as projeções nessa unidade, o cálculo foi feito com base nas expectativas do Focus/BCB para o crescimento real do PIB e para o IPCA.³ As expectativas do Focus e as do Prisma para o resultado primário são muito próximas. É preciso ter em mente que as projeções do Focus/BCB correspondem ao setor público consolidado, que engloba as três esferas de governo, e as do Prisma referem-se ao governo central. Como nos últimos anos as esferas estadual e municipal têm apresentado resultado primário próximo de zero, e supondo que as previsões mantenham esse resultado como hipótese, as séries projetadas das duas fontes ficam razoavelmente comparáveis. Para a Dívida Bruta do Governo Geral (em porcentagem do PIB),⁴ o Prisma projeta crescimento mais ou menos linear, de aproximadamente 2 p.p. do PIB por ano, saindo de 74% em 2017 para 82,5% em 2021 (gráfico 11).

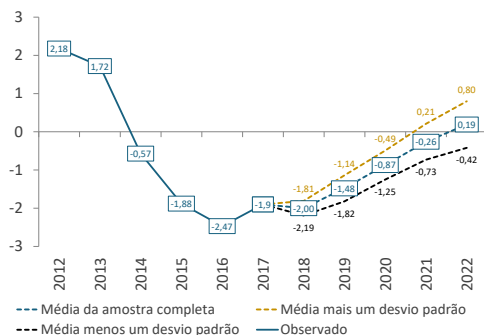
² O Prisma Fiscal é um sistema de coleta de expectativas de variáveis fiscais junto a analistas do setor privado criado e gerido pela SPE/MF.

³ No caso do IPCA, toma-se a média do IPCA previsto para o ano t , e o ano $t-1$ como o IPCA do ano t , como aproximação para o fato de que o IPCA previsto para o ano t corresponde à inflação ocorrida entre dezembro de $t-1$ e dezembro de t , e o deflator do PIB corresponde à comparação do nível médio de preços de t e $t-1$. Isso considera que o nível médio de preços de um ano é igual ao nível observado em junho, no meio do ano.

⁴ O governo geral é composto pelo governo central, estados e municípios. O governo central é definido como o resultado do Tesouro Nacional (TN), do BCB e do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

GRÁFICO 9

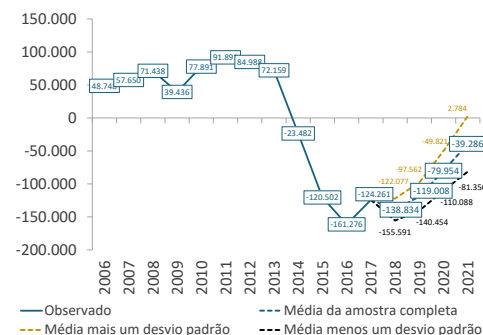
Resultado fiscal primário do setor público — média e intervalo de um desvio-padrão da amostra completa (Focus/BCB)
(Em % do PIB)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 10

Resultado fiscal Primário do Governo Central — média e intervalo de um desvio-padrão da amostra completa (Prisma Fiscal/SPE)
(Em R\$ milhões correntes)



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

TABELA 1

Comparação de expectativas de resultado primário entre Prisma Fiscal e FOCUS
(Em %)

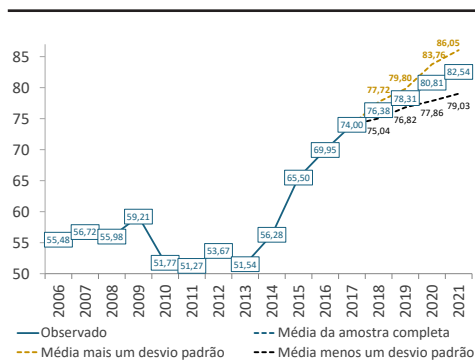
Anos	2017	2018	2019	2020	2021
Prisma Fiscal - SPE/MF (governo central)*	-1,9	-2,0	-1,6	-1,0	-0,5
FOCUS - BCB (Setor público consolidado)*	-1,9	-2,0	-1,5	-0,9	-0,3

*Nota: As projeções do Focus/BCB correspondem ao setor público consolidado, que engloba as três esferas de governo (federal, estadual e municipal) e as do Prisma referem-se ao Governo Central (Tesouro Nacional, BCB e INSS).
Fonte: BCB e SPE.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Apesar da recuperação econômica estar acontecendo em ritmo abaixo do esperado e de toda a incerteza eleitoral, as projeções para o crescimento do PIB do Focus/BCB apontam para crescimento em 2019 significativamente maior do que o de 2018, passando de 1,4% neste ano para 2,5% no ano que vem. Essa é também a taxa esperada para os anos seguintes, até 2022 (gráfico 12). A Carta de Conjuntura tem projeção de 1,6% para 2018 e 2,9% para 2019. O limite superior do intervalo de um desvio-padrão no Focus/BCB em 2019 é 3,1%.

GRÁFICO 11

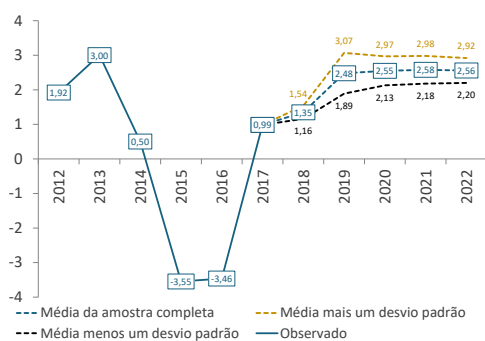
Projeções para a Dívida Bruta do governo geral segundo o Prisma Fiscal da SPE
(Em % do PIB)



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

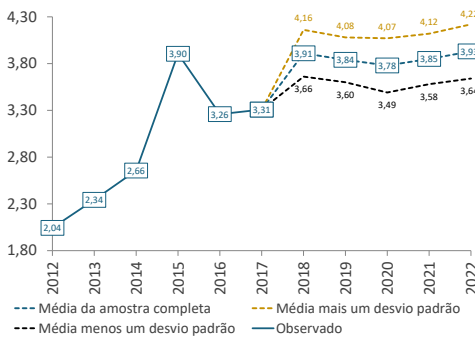
A expectativa para a taxa de câmbio é de estabilidade, de 2019 até 2022, em torno de R\$ 3,90.

GRÁFICO 12
Expectativas para o crescimento do PIB
(Em variação % anual)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13
Taxa de câmbio real/dólar - fim do ano
(Em R\$)



Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.



4 Conclusão

Apesar da incerteza que naturalmente cerca o período eleitoral, o cenário traçado pelo conjunto das projeções das variadas fontes aqui mostradas é razoavelmente positivo:

- a inflação se mantém bem comportada e de acordo com as metas estabelecidas;
- a taxa de juros básica da economia sobe, mas isto está de acordo com o reconhecimento de que ela se encontra, atualmente, abaixo do nível neutro;
- o resultado primário das contas públicas melhora paulatinamente;
- mas não é suficiente para impedir o crescimento da dívida pública como proporção do PIB até 2021;
- o crescimento do PIB converge para 2,5% ao ano de 2019 a 2022, que é a taxa média de crescimento da série do PIB de 1996 a 2017 (22 anos);
- a taxa de câmbio nominal se estabiliza pouco abaixo de R\$4,00/US\$.

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
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:

Ana Cecília Kreter
Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Simplicio Ferreira
Leonardo Simão Lago Alvite
Renata Santos de Mello Franco
Victor Henrique Farias Mamede

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.