

AGOSTO DE 2019

Boletim de expectativas

Sumário

Este boletim apresenta as expectativas de mercado para diversas variáveis, coletadas de diferentes fontes.¹ Depois da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de 31 de julho, que reduziu a meta para a Selic, a expectativa captada pelo boletim Focus/BCB passou a ser de a Selic chegar a 5,0% em dezembro deste ano. O movimento de redução de juros nos últimos trinta dias aparece nas curvas nominais e reais, incluindo os vértices mais longos, indicando que os novos níveis de taxas de juros são percebidos como duradouros. Para cinco anos, por exemplo, a taxa nominal é de 6,8% e a real, de 2,8%. Essa redução ocorre em ambiente de taxas projetadas de inflação ancoradas nas metas para os próximos três anos, enquanto a taxa de câmbio nominal permanece virtualmente estável no nível atual. O resultado primário do setor público seguiria se recuperando paulatinamente, com impactos positivos na trajetória da dívida pública. O crescimento do PIB converge para 2,5% ao ano (a.a.) a partir de 2021, mas esse resultado depende da aprovação da reforma da Previdência: sem ela, a taxa de crescimento do PIB tenderia a 1% a.a., de acordo com sondagem da SPE/ME. As curvas de juros dos títulos do tesouro norte-americano têm trazido importantes alertas sobre a probabilidade de uma recessão se iniciar nos Estados Unidos nos próximos doze ou 24 meses.

Estêvão Kopschitz X. Bastos

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

estevao.bastos@ipea.gov.br

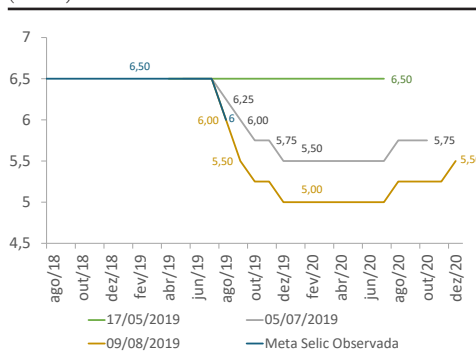
Com informações até 14 de agosto de 2019.

1 Juros

A trajetória esperada para a meta para a taxa Selic definida pelo Copom continuou passando por significativas revisões. Em 17 de maio deste ano, data de referência da penúltima edição deste boletim, previa-se – de acordo com a mediana das expectativas do Focus – que ela permaneceria em 6,50% pelo menos até meados do ano que vem; em 5 de julho, referência da última edição, a previsão passou a ser de redução, até 5,5%, ainda em 2019, permanecendo nesse patamar também até o meio de 2020 – e um ciclo de aperto começaria no segun-

GRÁFICO 1

Meta para a taxa Selic: previsão segundo o Focus/BCB (mediana)
(Em %)



Fonte: BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

¹ Este boletim compila expectativas para algumas variáveis oriundas de diversas fontes: relatório de mercado Focus, do Banco Central do Brasil (BCB); Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima); BM&F/Bovespa; Prisma Fiscal, da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia (SPE/ME); Dimac/Ipea; e Federal Reserve System (Fed) de St. Louis e de Nova Iorque.

do semestre. Agora, em 9 de agosto, depois da decisão do Copom em 31 de julho, em que a meta foi reduzida de 6,50% para 6,00%, a projeção passou a ser de 5,00% em dezembro deste ano, mantidos até julho do ano que vem. A partir de agosto de 2020, começaria um ciclo de alta, fechando o ano em 5,50%. Essa mudança fica bem nítida no gráfico 1.

Datas das reuniões do Copom em 2019:

- 17 e 18 de setembro
- 29 e 30 de outubro
- 10 e 11 de dezembro

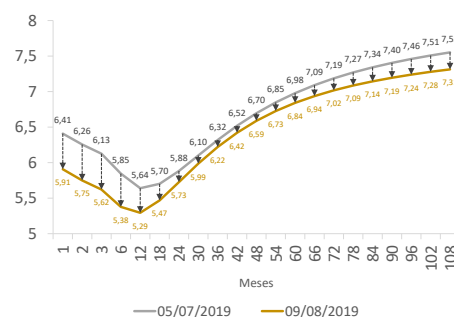
Datas das reuniões do Copom em 2020:

- 4 e 5 de fevereiro
- 17 e 18 de março
- 5 e 6 de maio
- 16 e 17 de junho
- 4 e 5 de agosto
- 15 e 16 de setembro
- 27 e 28 de outubro
- 8 e 9 de dezembro

Obs.: A decisão é anunciada no segundo dia.

A estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) nominal também se reduziu, em toda a sua extensão, entre 5 de julho e 9 de agosto, tendo, entre essas datas, como observado, ocorrido a decisão do Copom. Em seus primeiros doze meses, essa curva está negativamente inclinada, refletindo a expectativa de redução da Selic. A partir do vértice de doze meses, a curva adquire o formato típico, positivamente inclinada e côncava, indicando expectativa de crescimento da economia. Interessante notar que, mesmo para prazos longos, como cinco anos (60 meses) e nove anos (108 meses), o rendimento está em 6,8% e 7,3%, respectivamente, sugerindo que os novos patamares baixos de juros são vistos como duradouros (gráfico 2).

GRÁFICO 2
Estrutura a termo da taxa de juros nominais (Em %)



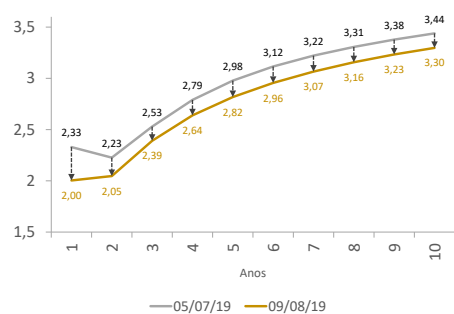
Fonte: Anbima.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Sobre a ETTJ de juros reais, é possível fazer comentários parecidos: deslocou-se para baixo entre o início de julho e o de agosto, está positivamente inclinada e os juros longos indicam confiança na manutenção em níveis baixos – o juro real de um ano está em 2,0%; o de cinco, em 2,8%; e o de dez, em 3,3% (gráfico 3). O gráfico 4 apresenta a curva de inflação esperada implícita nas taxas nominais e reais da

ETI] e mostra que a queda nas taxas nominais do gráfico 2 deveu-se praticamente apenas a quedas nas taxas reais, visto que a curva de inflação quase não se alterou. Em todo o horizonte da curva, a inflação esperada está abaixo de 4,00% a.a.

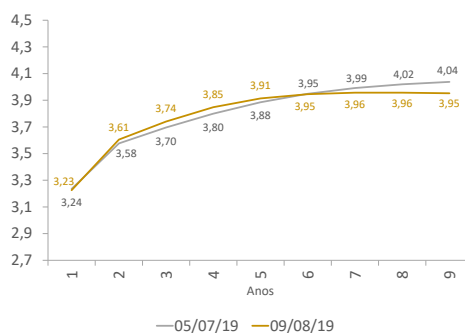
Tomando a queda média de todos os vértices anuais de um a nove anos, as taxas nominal e real caíram igualmente 0,17 ponto porcentual (p.p.) e a de inflação não caiu.

GRÁFICO 3
Estrutura a termo da taxa de juros reais
(Em %)



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

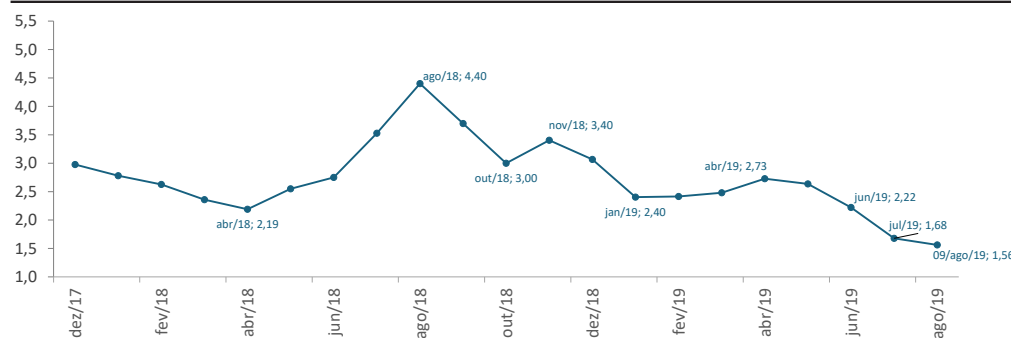
GRÁFICO 4
Estrutura a termo da taxa de juros: inflação implícita (IPCA)
(Em %)



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

A taxa de juros reais *ex ante* – calculada a partir da cotação do *swap* DI x pré de 360 dias deflacionada pelo IPCA esperado pelo *Focus*/BCB para doze meses à frente – continuou a cair, chegando ao dia 9 de agosto a 1,6% (gráfico 5).

GRÁFICO 5
Taxa de juros reais *ex ante* – *swap* DI x pré 360 dias deflacionado por expectativa para o IPCA nos próximos doze meses do *Focus*/BCB
(Em %)



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

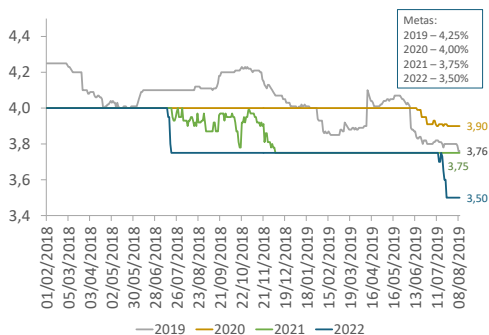
2 Inflação e taxa de câmbio

A queda nos juros tem se dado em ambiente de expectativa de inflação abaixo da meta para 2019 e ancorada nas metas para 2020, 2021 e 2022. Neste ano, para o

qual a meta é de 4,25%, o IPCA esperado pela mediana do *Focus* é de 3,76%. Para 2020, cuja meta é 4,00%, a inflação prevista é de 3,90%. Para 2021 e 2022, as taxas de inflação esperadas coincidem com as metas: 3,75% e 3,50%, respectivamente (gráfico 6).

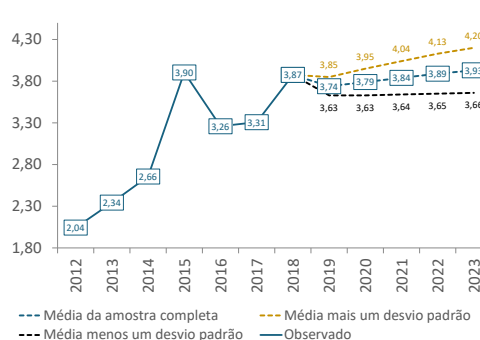
A taxa de câmbio nominal prevista continua com virtual estabilidade – entre R\$ 3,70 e R\$ 3,90 – pelos próximos quatro anos, de acordo com o Sistema de Expectativas de Mercado do BCB. O gráfico 7 inclui um intervalo de um desvio-padrão para mais e para menos nessa trajetória, levando o intervalo de flutuação para R\$ 3,60 a R\$ 4,20 aproximadamente.

GRÁFICO 6
Expectativa de inflação anual de 2019 a 2022 – mediana do *Focus*/BCB (Em %)



Fonte: BCB, Anbima e BM&FBovespa.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs: Último dado de 9 de agosto de 2019.

GRÁFICO 7
Expectativas para a taxa de câmbio nominal (R\$/US\$): fim do ano (Em %)

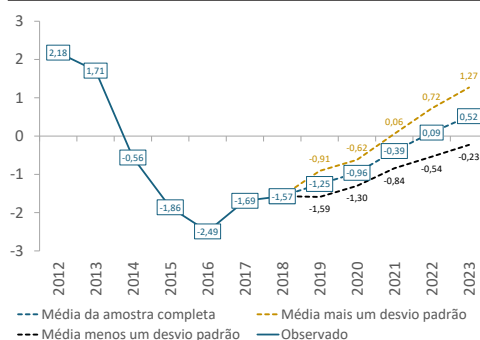


Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado/BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

3 Variáveis fiscais e PIB

As projeções para o resultado primário do setor público captadas pelo *Focus*/BCB continuam mostrando que um *superavit* só deve ser alcançado em 2022, pela média das previsões. Se considerado o limite superior do intervalo de um desvio-padrão, resultado positivo já poderia ser observado em 2021 (gráfico 8). O gráfico 9 mostra a evolução da dívida bruta do governo geral (governo central, estados e municípios), em porcentagem do PIB, em três cenários, de acordo com a pesquisa Prisma Fiscal, feita pela SPE/ME: a média das previsões e as trajetórias que se formam acrescentando-se ou subtraindo-se um desvio-padrão. No cenário médio, a dívida, que terminou 2018 em 76,6% do PIB, chega a 81,6% em 2022. No melhor cenário, a 78,7%, e no pior, a 84,5%.

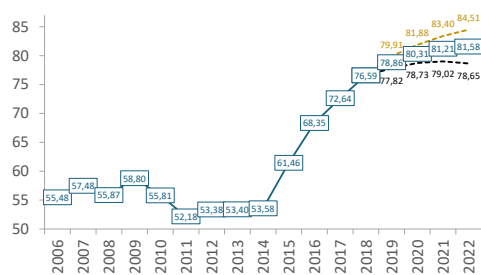
GRÁFICO 8
Resultado fiscal primário do setor público (*Focus*/BCB) (Em % do PIB)



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

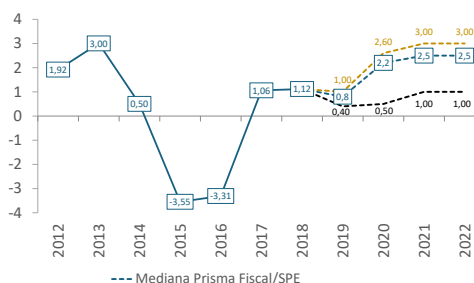
A SPE/ME fez mais uma edição especial da pesquisa Prisma Fiscal, perguntando aos participantes sua expectativa sobre o crescimento do PIB no cenário principal e em dois outros: com aprovação integral da Nova Previdência e sem aprovação da Nova Previdência. O resultado está no gráfico 10. A partir de 2020, à aprovação da reforma integralmente atribui-se 1 p.p. a mais por ano no crescimento do PIB, em relação ao cenário sem reforma. O cenário principal de crescimento é de 2,2% em 2020 e 2,5% por ano em 2021 e 2022 (a mediana das previsões coletadas pelo BCB é de 2,10% em 2020 e também de 2,50% para os dois anos seguintes, como no Prisma). Entende-se que aprovação integral seria a da proposta enviada originalmente pelo Executivo, na íntegra; por isso, o cenário principal tem um crescimento diferente daquele que seria esperado com a aprovação integral.

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



Fonte: Prisma Fiscal/SPE/ME.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs: Governo geral corresponde a governo central (Tesouro Nacional, BCB e Instituto Nacional do Seguro Social – INSS), estados e municípios.

GRÁFICO 10
Expectativas para o crescimento do PIB
(Em % sobre o mesmo trimestre do ano anterior)

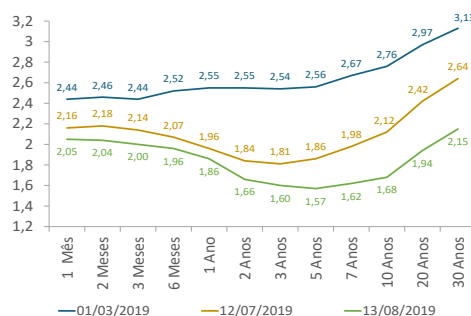


Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado/BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

4 Curva de juros nos Estados Unidos

Como se pode ver no gráfico 11, em março deste ano, a ETIJ nos Estados Unidos estava sem inclinação até o vértice de cinco anos. Os dados mais recentes, de julho e agosto, mostram que a inclinação se tornou negativa em trechos da curva. Na do dia 13 de agosto, o vértice de dois anos (1,66%) estava acima do de três anos (1,60%) e apenas 0,02 p.p. abaixo do de dez (1,68%). Outras comparações também mostram inclinação negativa da curva, como um ano (1,86%) contra dois, três, cinco e sete anos (1,66%, 1,60%, 1,57% e 1,62%). Como ilustrado no gráfico 12, que apresenta a diferença entre o rendimento dos títulos de dez e dois anos, há um alerta importante para a possibilidade de uma recessão se iniciar nos Estados Unidos no

GRÁFICO 11
Estrutura a termo da taxa de juros de títulos do Tesouro dos Estados Unidos
(Em %)

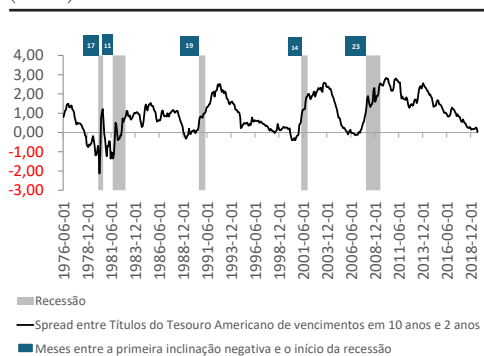


Fonte: Departamento do Tesouro dos Estados Unidos.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

intervalo entre doze e 24 meses à frente, isto é, em algum momento de 2020 ou de 2021. No dia 13 de agosto, essa diferença caiu para apenas 0,02 p.p. e, no dia 14 pela manhã, chegou a ficar negativa, causando estresse nos mercados. Um fator que pode amenizar essa sinalização, porém, é o seguinte: como o Fed comprou títulos longos reduzindo seus rendimentos artificialmente, a atual inclinação da curva pode corresponder a uma inclinação maior em períodos passados, ou seja, para a mesma probabilidade de recessão, a curva teria de estar mais negativamente inclinada agora do que em eventos passados. Em contrapartida, o indicador de probabilidade de recessão nos próximos doze meses, calculado pelo Fed de Nova Iorque, com base na diferença de rendimento entre os títulos de dez anos e de três meses, subiu para 31,5% no fim de julho (o indicador é mensal) – o que é um alerta importante, considerada a série histórica mostrada no gráfico 13.

GRÁFICO 12

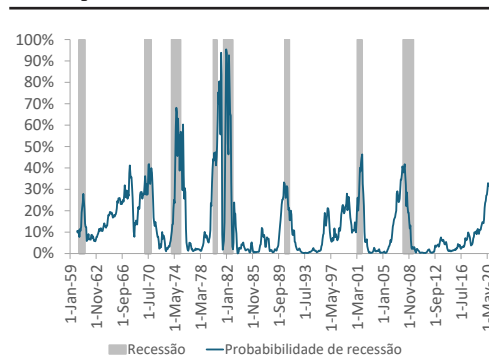
Inclinação da curva de juros: diferença de rendimento entre títulos do Tesouro Americano de vencimentos em 10 e 2 anos
(Em %)



Fonte: *Federal Reserve Bank of St. Louis*.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado de 13 de agosto de 2019.

GRÁFICO 13

Estados Unidos: Indicador de probabilidade de recessão nos próximos doze meses



Fonte: *Federal Reserve Bank of New York*.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Último dado de 31 de julho de 2019, série mensal.

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac)

José Ronaldo de Castro Souza Júnior – Diretor
Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos – Diretor Adjunto



Grupo de Conjuntura

Equipe Técnica:

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
Sandro Sacchet de Carvalho

Equipe de Assistentes:

Adriana Cabrera Baca
Ana Cecília Kreter
Augusto Lopes dos Santos Borges
Felipe dos Santos Martins
Felipe Moraes Cornelio
Felipe Simplicio Ferreira
Helena Nobre de Oliveira
Janine Pessanha de Carvalho
Leonardo Simão Lago Alvite
Matheus Souza Peçanha
Pedro Mendes Garcia

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.