

JULHO DE 2018

## Boletim de expectativas

### Sumário

Os últimos dois meses assistiram a significativas revisões do crescimento do produto interno bruto (PIB) e da inflação em 2018. O crescimento previsto para o PIB este ano passou de 2,7% para 1,5%, entre o início de maio e a primeira semana de julho, de acordo com o boletim Focus do Banco Central do Brasil (BCB). O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) esperado passou de 3,5% para 4,2%. A inflação projetada para os próximos doze meses vinha subindo nas três fontes acompanhadas neste Boletim: Focus/BCB, Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e BM&FBovespa<sup>1</sup>, mas a do Focus reduziu-se significativamente em julho. Quanto à Selic, sua trajetória esperada, que pode ser obtida do Focus/BCB e das cotações do DI Futuro, exhibe grande diferença entre as duas fontes: as expectativas coletadas pelo BCB apontam para manutenção da meta para a Selic em 6,5% até a reunião de 20 de março próximo, enquanto as previsões implícitas no DI futuro convergem para a elevação da taxa básica da economia ainda neste segundo semestre. Nos últimos sessenta dias, a estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) elevou-se, em média, em 0,9 ponto percentual (p.p.) em termos reais e em 1,2 p.p. em termo nominais. Para as variáveis fiscais, além do Focus/BCB, foi introduzida no Boletim uma nova fonte de expectativas, o Prisma Fiscal da Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (SPE/MF), também obtidas por coleta de previsões. Além de ser uma fonte adicional para as projeções de resultado primário, tem a vantagem de trazer previsões também para a evolução da dívida bruta.

### 1 Juros

O gráfico 1 traz as expectativas para as decisões do Comitê de Política Monetária (Copom) até outubro de 2019, conforme a mediana das previsões do boletim Focus/BCB e as cotações do mercado de DI Futuro em 06 de julho último. O gráfico ilustra a diferença hoje existente entre essas duas fontes: as expectativas coletadas pelo BCB apontam para manutenção da meta para a Selic em 6,5% até a reunião de 20 de março de 2019 (nível que permaneceria em abril, pois a reunião seguinte só ocorrerá em 8 de maio); já as previsões implícitas nas cotações do mercado de DI futuro apontam para elevação da taxa básica da economia ainda neste segundo semestre. As turbulências ocorridas em maio e junho – desvalorização do real, greve dos caminhoneiros, queda da bolsa, elevação do Credit Default Swap (CDS) e revisões das expectativas para crescimento e inflação – não tiveram muito impacto nas projeções do Focus para a Selic, como se pode ver no gráfico 2, que mostra as previsões em 11 de maio, 08 de junho e 06 de julho. Mas as previsões que se

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

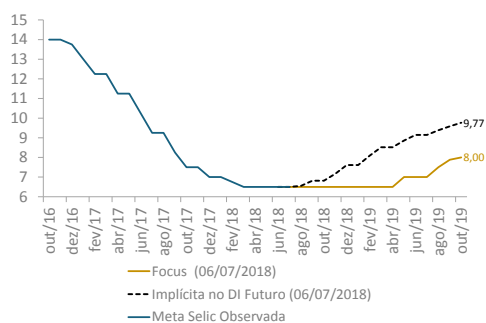
[estevao.bastos@ipea.gov.br](mailto:estevao.bastos@ipea.gov.br)

1. Estas duas últimas, fontes de inflações implícitas em negociações com títulos públicos e com *swaps*, respectivamente.

depreendem do DI Futuro sofreram significativas alterações ao longo das últimas oito semanas, como se pode observar no gráfico 3.

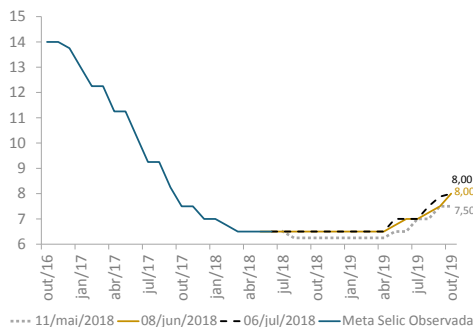


**GRÁFICO 1**  
Meta para a taxa Selic — previsão do Focus/BCB e implícita nas cotações do DI futuro (Em %)



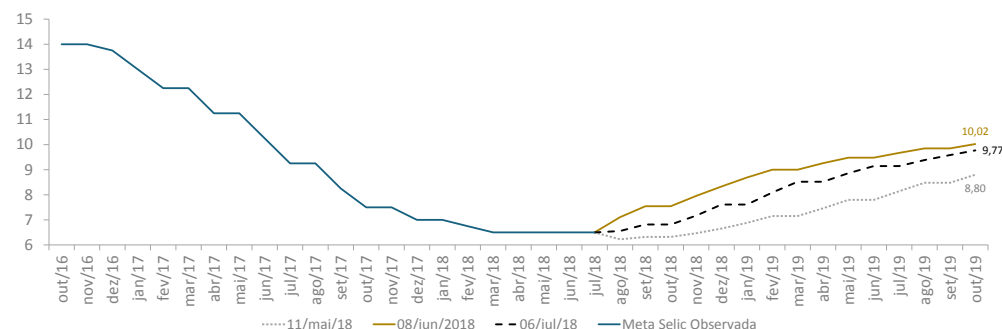
Fonte: Banco Central do Brasil (BCB) e BM&FBovespa.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 2**  
Meta para a taxa Selic — previsão do Focus/BCB em três datas (Em %)



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

**GRÁFICO 3**  
Meta para a taxa Selic — previsão implícita no DI Futuro em três datas (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

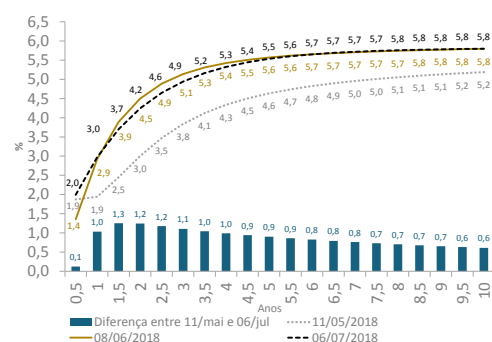
### Datas das reuniões do Copom em 2019

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

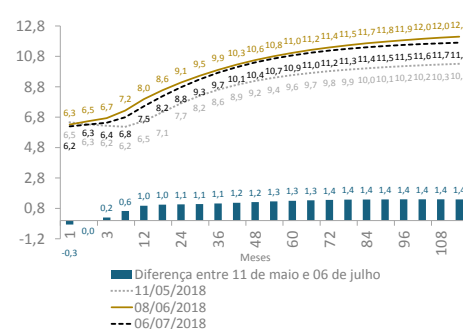
A estrutura a termo da taxa de juros reais está apresentada no gráfico 4 nas mesmas três datas: 11 de maio, 08 de junho e 06 de julho. Ao longo desses sessenta dias, o movimento foi de deslocamento da curva para cima, especialmente nos primeiros trinta dias, com estabilidade no trinta últimos. A magnitude da elevação, em média de 0,9 p.p. está ilustrada nas barras, no mesmo gráfico. A ETTJ nominal também se deslocou para cima, em média em 1,2 p.p. (gráfico 5).

**GRÁFICO 4**  
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) – juros reais acima do IPCA (Em %)



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

**GRÁFICO 5**  
Estrutura a termo da taxa de juros (ETTJ) – juros nominais (Em %)



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

## 2 Inflação

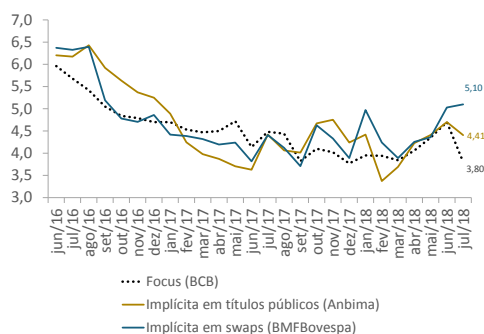
A inflação acumulada em doze meses, medida pelo IPCA, teve um salto de maio para junho, passando de 2,86% para 4,39%. Um degrau em junho já era esperado, por causa da taxa negativa de junho de 2017, quando o IPCA foi de -0,23%, que saíria do cálculo da inflação acumulada e seria trocada por uma taxa positiva em junho deste ano. Porém, a taxa de junho de 2018 acabou inflada pelo efeito da greve dos caminhoneiros, e esse degrau ficou grande. O gráfico 6 mostra a trajetória esperada para a taxa de inflação acumulada em doze meses até o fim do ano que vem, em 11 de maio, 08 de junho e 06 de julho, e mostra também a meta de inflação para 2018 e 2019. Apesar da súbita elevação da inflação em junho, o IPCA deverá fechar o ano, de acordo com a mediana do Focus/BCB mais recente, 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%, entre o fim do primeiro e o início do segundo trimestre.

A expectativa de inflação (IPCA) para os próximos doze meses vinha subindo nos últimos meses nas três fontes aqui acompanhadas: Focus BCB, Anbima e BM&FBovepsa<sup>2</sup> (gráfico 7). Na primeira semana de julho, o Focus já incorporou o fato

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

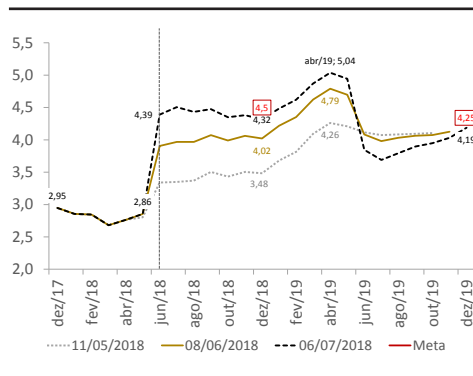
de que a elevada taxa de junho deste ano não estará mais no acumulado em doze meses daqui a um ano e a taxa projetada caiu abruptamente de 4,70% para 3,80%. O ajuste na taxa implícita no negócios com títulos públicos (Anbima) foi menor e a implícita em *swaps* (BM&FBovespa) ainda prevê inflação acima de 5%. A inflação esperada para 2018 tem passado por rápida revisão: saiu de 3,4% no começo de maio para 4,2% na primeira semana de julho (gráfico 8).

**GRÁFICO 7**  
Expectativa de inflação nos doze meses seguintes (último dado: 29 jun./2018)  
(Em %)



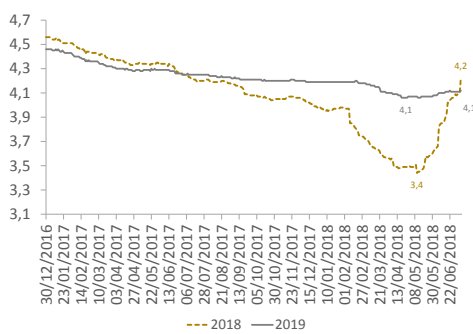
Fonte: BCB, Anbima e BM&FBovespa.  
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

**GRÁFICO 6**  
IPCA acumulado em 12 meses, dados e projeções  
(Em %)



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

**GRÁFICO 8**  
IPCA esperado para 2018 e 2019 de acordo com a média do Boletim Focus/BCB  
(Em %)



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

### 3 Variáveis fiscais e PIB

As expectativas coletadas pelo Focus/BCB para o resultado fiscal primário do setor público consolidado não têm passado por alterações significativas e continuam apontando para melhoria gradual ao longo dos próximos anos, como ilustrado no gráfico 9. Mesmo considerando o intervalo de um desvio-padrão, não se espera resultado positivo até 2020. A média só alcança resultado positivo – mesmo assim, modesto, de 0,2% do PIB – em 2022.

A partir desta edição, foram incluídas projeções do Prisma Fiscal para o Resultado Primário do Governo Central em R\$ milhões (valores correntes) e para a Dívida Bruta do Governo Geral (em % do PIB).<sup>3</sup> 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.

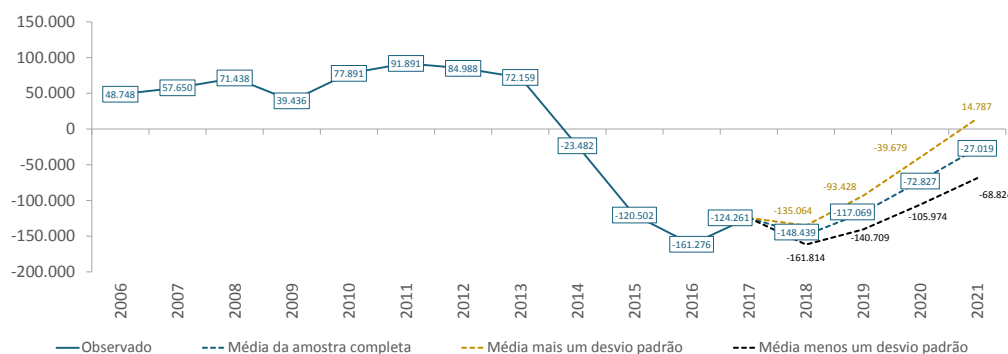
<sup>3</sup> O governo geral é composto pelo governo central, estados e municípios. O governo central é definido como o resultado do Tesouro Nacional (TN), do BCB e do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

As projeções do Prisma Fiscal para o resultado primário estão apresentadas no gráfico 10. A exemplo dos números do Focus/BCB, o intervalo de um desvio-padrão permanece na zona negativa até 2020, e a média das previsões fica abaixo de zero pelo menos até 2021.

Para efeito de comparação, apresenta-se a tabela 1 com as estimativas de resultado primário do Prisma Fiscal e do Focus/BCB, em percentual do PIB. Como o Prisma não divulga as projeções nessa unidade, o cálculo foi feito com base nas expectativas do Focus/BCB para crescimento real do PIB e para o IPCA.<sup>4</sup> 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. Porém, 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 tornam-se razoavelmente comparáveis.

O gráfico 11 apresenta as projeções coletadas pelo Prisma Fiscal para a Dívida Bruta do Governo Geral e indica que ela deverá continuar crescendo, mas em velocidade menor do que a observada de 2014 a 2017. Naquele período, o ritmo de crescimento foi de 5,6 p.p. do PIB por ano; para os anos de 2018 a 2021, o ritmo de crescimento esperado cai para 1,8 p.p. do PIB por ano.

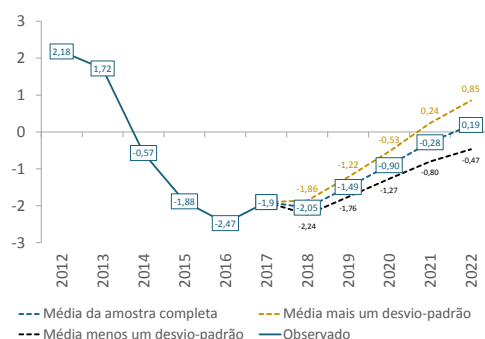
**GRÁFICO 10**  
**Resultado fiscal primário do Governo Central — média e intervalo de um desvio-padrão da amostra completa (Prisma Fiscal/SPE)**  
 (Em R\$ milhões correntes)



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

4. 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  $t$  responde 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 corresponde a considerar que o nível médio de preços de um ano é igual ao nível observado em junho, no meio do ano.

**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.

TABELA 1

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

| Anos                               | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Prisma Fiscal (governo central)*   | -1,9% | -2,2% | -1,6% | -0,9% | -0,3% |
| Focus (setor público consolidado)* | -1,9% | -2,1% | -1,5% | -0,9% | -0,3% |

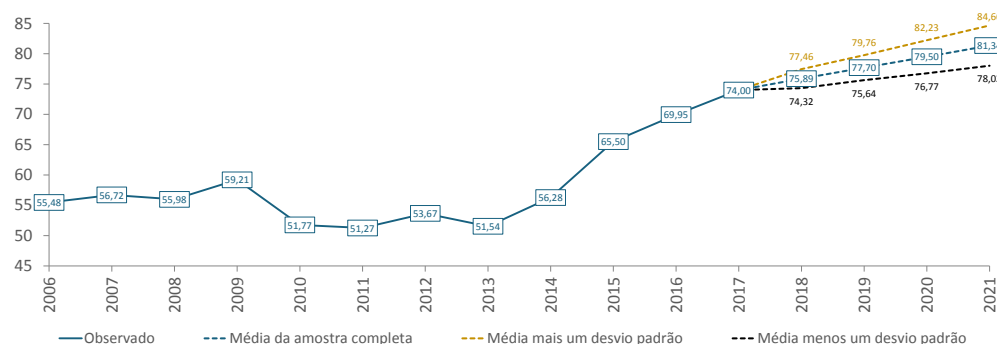
\*Nota: As projeções do Focus/BCB correspondem ao setor público consolidado, que engloba as três esferas de governo (federal, estadual e municipal) e as do Prisma referem-se ao Governo Central (Tesouro Nacional, BCB e INSS).

Fonte: BCB e SPE.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 11

**Projeções para a dívida bruta do Governo Geral segundo o Prisma Fiscal da SPE**  
(Em % do PIB)



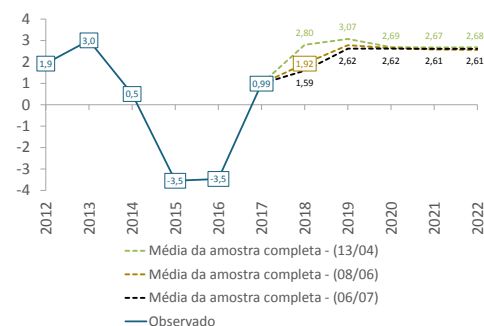
Fonte: SPE

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

Se as previsões para o resultado fiscal têm se alterado pouco, as previsões para o crescimento do PIB têm passado por significativas revisões. Para 2018, a expectativa, que era de 2,8% em meados de abril, caiu para 1,6% na primeira semana de julho. O crescimento esperado para 2019 caiu de 3,1% para 2,6%. As projeções para o período de 2020 a 2022 caíram um pouco (gráfico 12). A dispersão das projeções, no entanto, é considerável. O intervalo de um desvio-padrão para o crescimento de 2018 é de 1,2% a 2,0% e, para o de 2019, de 2,1% a 3,2% (gráfico 13). O efeito incerto da greve dos caminhoneiros sobre os indicadores de atividade econômica tem dificultado a tarefa de elaborar projeções.

GRÁFICO 12

**Expectativas para o crescimento do PIB: evolução entre abril e junho de 2018**  
(Em variação % anual)

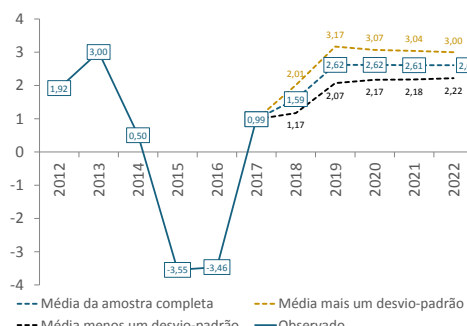


Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 13

**Expectativas para o crescimento do PIB: média e intervalo de um desvio-padrão da amostra completa (Focus/BCB)**  
(Em variação % anual)



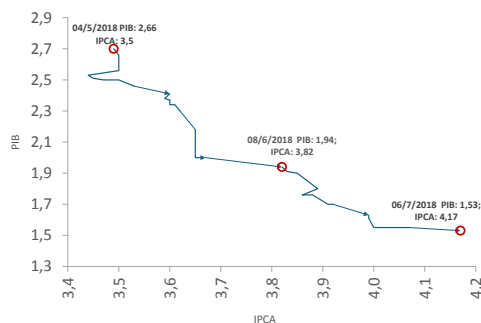
Fonte: Sistema de Expectativas de Mercado do BCB.

Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

## 4 Considerações finais

Os últimos sessenta dias assistiram a uma sequência de revisões de projeções de crescimento e inflação. O gráfico 13 ilustra essas revisões, mostrando-as em conjunto para o PIB e o IPCA esperados para 2018. No início de maio, o crescimento previsto para o PIB este ano era de 2,7% e para a inflação, de 3,5%. No início de julho, o crescimento econômico esperado tinha caído para 1,5%, e a inflação, subido para 4,2%. Combinando as duas variáveis, o crescimento do PIB nominal previsto para 2018 caiu de 6,0% no início de maio para 5,1% no início de julho.<sup>5</sup> O menor crescimento do PIB nominal, por sua vez, tem influência nas projeções de variáveis comumente expressas em percentual do PIB, como as da área fiscal.

GRÁFICO 14  
Expectativas para PIB e IPCA em 2018 – série diária de 04 de maio a 06 de julho de 2018 (Focus/BCB)  
(Em variação % anual)



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



<sup>5</sup> Para o cálculo do deflator do PIB previsto, ver a nota de rodapé nº 4.

## **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:**

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.