

CRÉDITO E JUROS

Boletim de expectativas - Abril de 2022¹

Sumário

Este *Boletim* apresenta uma compilação de expectativas de mercado para diversas variáveis econômicas, coletadas de diferentes fontes.² Neste número, aborda-se a questão de se a inversão em alguns trechos da curva de juros nos Estados Unidos sinaliza recessão e pode levar o Fed a reduzir o aperto monetário esperado – a conclusão, com base em estudo do próprio Fed, é que não. Em seguida, é mostrada a evolução dos juros reais *ex ante* no Brasil em 2022, que têm ficado relativamente estáveis em meio à elevação dos juros nominais e da inflação. Por fim, apresenta-se um quadro com projeções anuais medianas de mercado para algumas variáveis macroeconômicas brasileiras: de 2022 a 2024, espera-se paulatino aumento da taxa de crescimento do PIB, redução da inflação ao consumidor, da Selic, da taxa de câmbio e do déficit nominal do setor público, ao lado de estabilidade no déficit em transações correntes do balanço de pagamentos.

1 Contexto mundial: curva invertida nos Estados Unidos pode fazer Fed rever aperto da política monetária?

Nos Estados Unidos, um debate tem acontecido recentemente a respeito da inclinação negativa da curva de juros em alguns momentos e em alguns trechos e sobre a sinalização de recessão à frente a que inversões da curva são geralmente associadas. Uma medida muito acompanhada é a diferença entre as taxas dos vértices de dez e dois anos – por exemplo, em 1º de abril último, ela estava negativa, isto é, a taxa de dez anos abaixo da de dois, em 0,05 ponto de porcentagem (p.p.) (ou 5 pontos-base). Porém, em 25 de março, o Fed divulgou uma nota técnica³ em que seus autores, citando trabalhos próprios anteriores, argumentam contra essa medida e defendem outra como melhor previsor de recessões: a diferença entre a taxa de um título de três meses do Tesouro esperada para seis trimestres à frente e o rendimento atual de um título de três meses. Essa segunda medida, de acordo com os autores, domina a primeira, no sentido de que, em sua presença, a outra não adiciona capacidade preditiva. O gráfico 1 reproduz o divulgado nesse artigo, mostrando, com dados trimestrais desde a década de 1970, como essas duas medidas de inclinação da curva costumam caminhar juntas; e como andaram em

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 12 de abril de 2022.

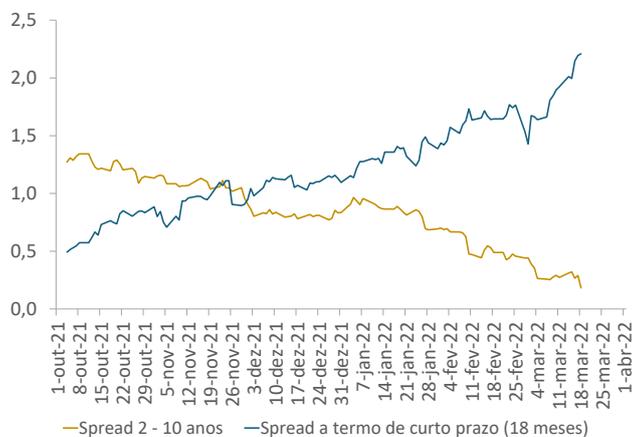
1. Com informações até 11 de abril de 2022.

2. Banco Central do Brasil (BCB), Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), B3, Bloomberg e Federal Reserve (Fed), dos Estados Unidos.

3. Disponível em <<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-20220325.htm#f3>>.

sentidos diferentes desde o quarto trimestre de 2021. O gráfico 2 destaca um período mais recente, com as mesmas variáveis em séries diárias, evidenciando o comportamento em sentidos opostos. Os autores argumentam que o *spread* de curto prazo por eles proposto reflete as expectativas também de curto prazo dos agentes – se estes acreditam que haverá uma recessão nos próximos doze meses, aproximadamente, também crerão que o Fed abaixará sua taxa de política monetária. Já os títulos de prazo mais longo, como os de dez anos da outra medida, são também afetados por outros fatores. Como o presidente do Fed disse que a instituição não está muito preocupada com a inversão da curva 2-10, possivelmente baseado nesse estudo, a conclusão, pelo menos por ora, é que o comportamento da inclinação 2-10 não vai amenizar a alta projetada da taxa básica americana, ilustrada no gráfico 3.

GRÁFICO 2
Estados Unidos: duas medidas da inclinação da curva de juros – série diária (4 out./2021-18 mar./2022) (Em %)

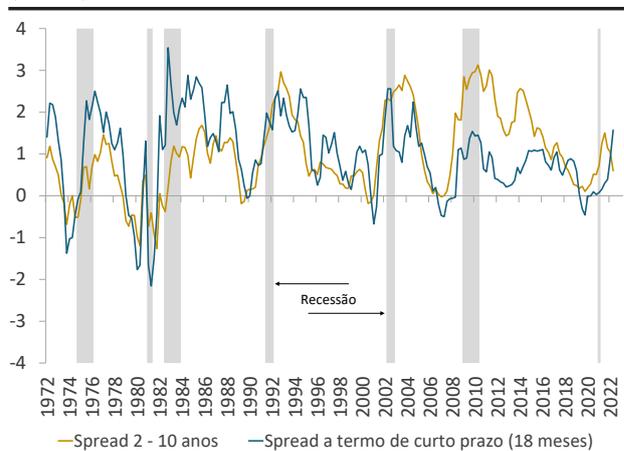


Fonte: Fed. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-accessible-20220325.htm#fig3>>
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

2 Economia brasileira

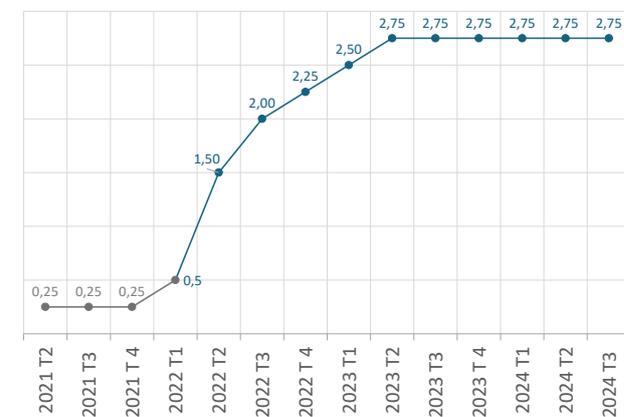
No Brasil, a pressão inflacionária já existente antes da invasão da Ucrânia e a acentuação dessa tendência trazida pelo conflito reforçaram também a tendência de aumento das taxas de juros nominais. Por exemplo, a taxa do *swap* DI-Pré de 360 dias, que havia subido de 11,3% no início de dezembro do ano passado para 12,4% na véspera da invasão, subiu mais 1 p.p. até 14 de março, passando a declinar em seguida, com nova elevação recente – em 8 de abril, estava em 13% (gráfico 4). Mas essa elevação não se traduziu em alta equivalente da

GRÁFICO 1
Estados Unidos: duas medidas da inclinação da curva de juros – série trimestral (1972-2022) (Em %)



Fonte: Fed. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/dont-fear-the-yield-curve-reprise-accessible-20220325.htm#fig2>>
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 3
Projeção para a taxa dos Fed Funds (Em %)

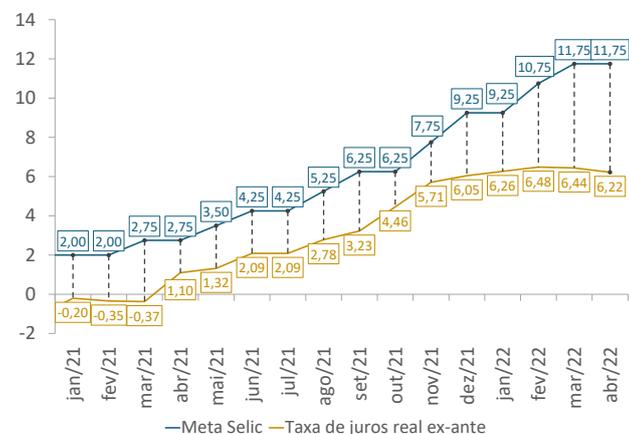


Fonte: Bloomberg
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: mediana de amostra de 63 colaboradores.

taxa de juros real. O gráfico 5 exemplifica comparando a evolução da meta para a Selic definida pelo Comitê de Política Monetária (Copom) com a da taxa de juros real *ex ante*, calculada como a taxa do *swap* DI-Pré de 360 dias deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) esperado para os próximos doze meses, de acordo com a mediana do Focus/BCB. É possível perceber que, em 2021, essas taxas caminharam *pari passu*, mas, em 2022, os ritmos foram diferentes.

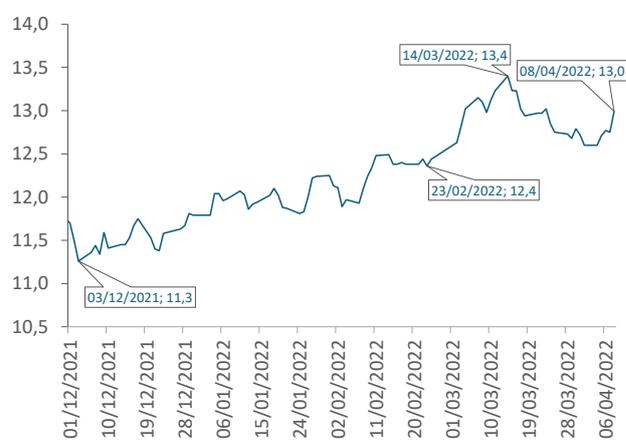
A trajetória de alta da inflação esperada para os próximos doze meses está mostrada no gráfico 6, que traz a expectativa do Focus, usada no cálculo da taxa real *ex ante*, e a implícita nos negócios com títulos do Tesouro prefixados e indexados ao IPCA, normalmente mais alta por embutir prêmio de risco.⁴

GRÁFICO 5
Taxa de juros real de um ano *ex-ante* e meta para a Selic (Em %)



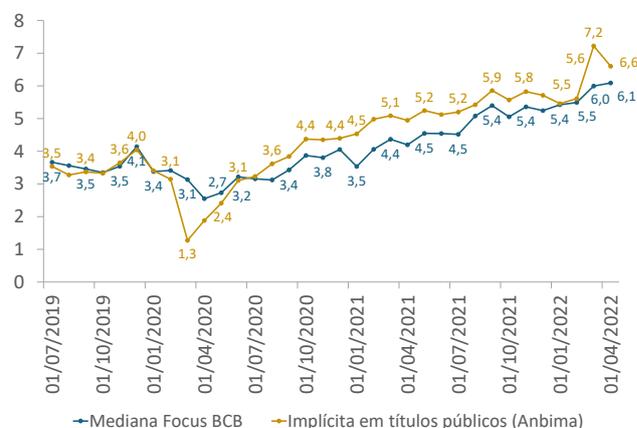
Fonte: B3 e BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: Taxa de juros real *ex ante* de um ano calculada com a taxa do swap DI-Pré de 360 dias deflacionada pela expectativa de IPCA para os próximos doze meses de acordo com a mediana do Focus/BCB.

GRÁFICO 4
Taxa de *swaps* DI pré-fixada - prazo de 360 dias (Em % a.a.)



Fonte: B3.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
Obs.: a.a. – ao ano.

GRÁFICO 6
Inflação (IPCA) esperada para doze meses à frente com ajuste para a sazonalidade (Em %)

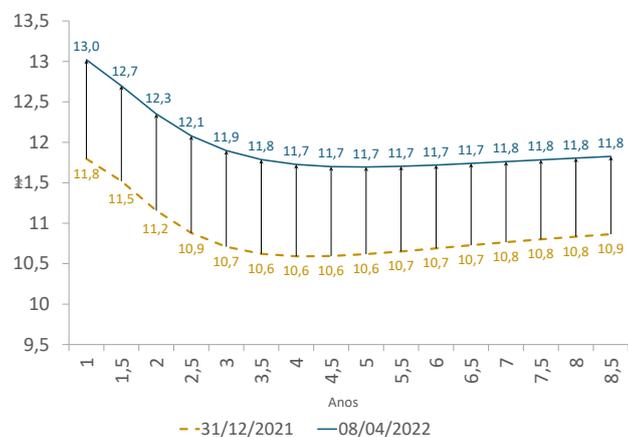


Fonte: Anbima e BCB.
Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea

A mesma conclusão surge da análise das curvas de juros nominais, reais e de inflação implícita (gráficos 7 a 9). Entre o fim de dezembro e 8 de abril últimos, a elevação da curva de juros nominais foi praticamente toda devida à expectativa de inflação implícita, com a curva de juros reais pouco se alterando. Isso fica mais evidente no gráfico 10, que mostra as diferenças entre as curvas nas duas datas.

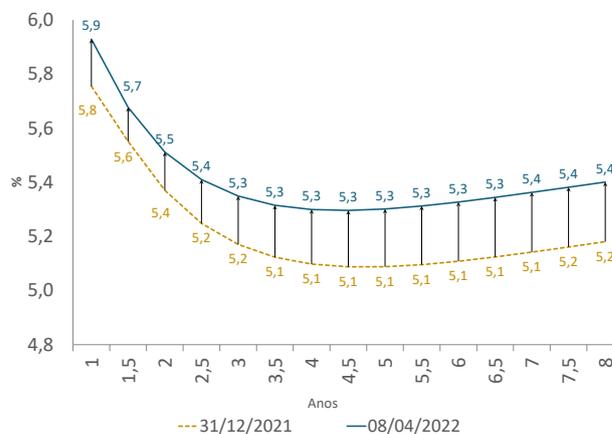
4. O gráfico mostra as séries dessazonalizadas. Apesar de serem taxas acumuladas em doze meses, identifica-se sazonalidade nessas projeções.

GRÁFICO 7
Estrutura a termo da taxa de juros: juros nominais prefixados
 (Em %)



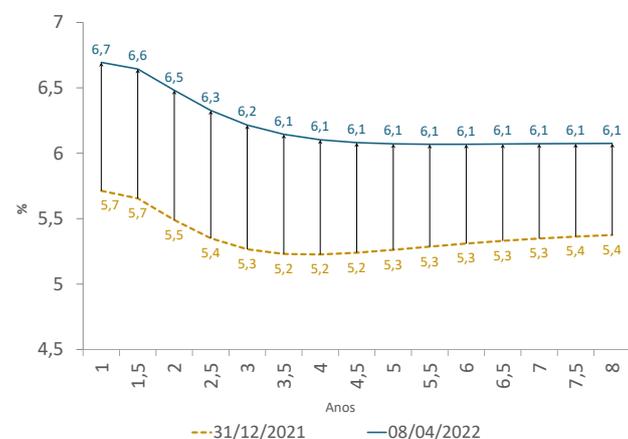
Fonte: Anbima.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

GRÁFICO 8
Estrutura a termo da taxa de juros: juros reais acima do IPCA
 (Em %)



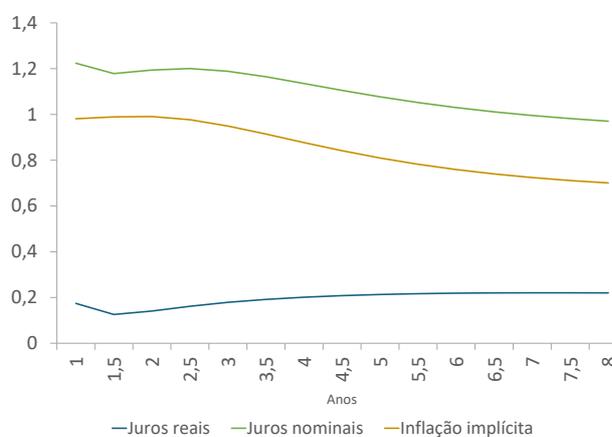
Fonte: Anbima.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.

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.

GRÁFICO 10
Diferença entre as curvas de juros (8 abr./2022-31 dez./2021)
 (Em p.p.)



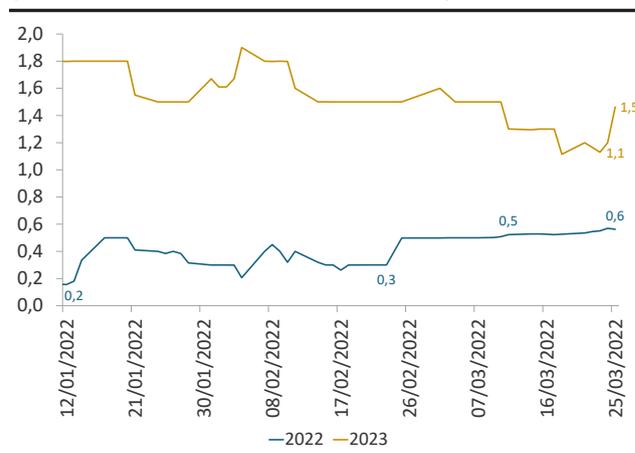
Fonte: Anbima.
 Elaboração: Grupo de Conjuntura da Dimac/Ipea.
 Obs.: p.p. – pontos de porcentagem.

Paralelamente a esse processo de alta de inflação e juros nominais, com resultante estabilidade de juros reais, as previsões para o crescimento do PIB em 2022 vêm melhorando ao longo do ano, que começou com expectativa de crescimento de 0,2%, pela mediana do Focus de informações coletadas nos últimos cinco dias – e, na divulgação mais recente (25 de março), era de 0,6%. Mediana de coleta da Bloomberg com cerca de 30 colaboradores apontava, em 11 de abril, para 0,5%. Para 2023, a direção das revisões ao longo deste ano, pela mediana dos últimos cinco dias, vinha sendo de queda, começando em 1,8% e chegando a 1,1% em 23 de março, mas

elevou-se recentemente, para 1,5%, em 25 de março. Na coleta da Bloomberg disponível em 6 de abril, o número é 1,6%. Para a evolução do Focus, ver o gráfico 11; a mediana das projeções de analistas divulgadas pela Bloomberg está na tabela 1, que traz também previsões, até 2024, para outras variáveis macroeconômicas.

Além do aumento da taxa de crescimento do PIB, nota-se a queda no IPCA para 3,6% em 2024; a Selic em 8,9% no fim de 2023; a taxa de câmbio em trajetória de valorização do real a partir dos R\$ 5,25/US\$ esperados para o fim deste ano; estabilidade no déficit em transações correntes do balanço de pagamentos; e redução, a partir de 2023, do déficit nominal do setor público em porcentagem do PIB sem, contudo, voltar ao valor obtido em 2021.

GRÁFICO 11
PIB trimestral em 2022
 (Em var% sobre mesmo trimestre de 2021)



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

TABELA 1
Projeções para variáveis macroeconômicas brasileiras

	2021	2022	2023	2024
PIB (var. %)	4,6	0,5	1,6	2,2
IPCA (var. %)	10,1	8,5	4,5	3,6
Selic (%)	9,3	13	8,9	-
Câmbio (R\$/US\$)	5,6	5,3	5,2	4,9
Conta corrente do Balanço de pagamentos (% do PIB)	-1,8	-1,5	-1,5	-1,5
Resultado nominal do setor público (% do PIB)	-4,4	-7,4	-6,5	-5,8

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

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac):

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Diretor Adjunto)

Corpo Editorial da Carta de Conjuntura:

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti (Editor)

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos (Editor)

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.
