Incerteza fiscal, curva de juros e dispersão das expectativas no Brasil*

Vítor Wilher

Resumo. Medimos a incerteza fiscal no Brasil com um índice de notícias (GDELT) e com o Focus. Até 2019, revisões não antecipadas que pioram o resultado fiscal no Focus elevam a taxa de 9 anos em 0,43 p.p. em 26 semanas. Depois de 2020, o Focus deixa de acusar os choques, e a mídia os data: nos dias de maior atenção fiscal, o DI de 10 anos sobe 0,138 p.p. e a curva achata. A incerteza fiscal na mídia acompanha maior dispersão das projeções de inflação, juros e atividade, mas os efeitos dinâmicos não resistem à correção para testes múltiplos.

Palavras-chave: incerteza fiscal; curva de juros; dispersão de expectativas; GDELT; Focus.
JEL: E43, E62, H63, G12, D84.

Abstract. We measure fiscal uncertainty in Brazil with a news index built from GDELT and with the Focus survey. Until 2019, unanticipated revisions that worsen the fiscal balance in Focus raise the 9-year rate by 0.43 p.p. over 26 weeks. After 2020, Focus no longer captures the shocks and the media dates them: on days of peak fiscal attention, the 10-year DI rate rises 0.138 p.p. and the curve then flattens. Fiscal uncertainty in the news comes with wider dispersion of inflation, interest-rate and growth forecasts, but dynamic effects do not survive multiple-testing corrections.

Keywords: fiscal uncertainty; yield curve; forecast dispersion; text as data; event study; Brazil.

*Mestre em Economia pela Universidade Federal Fluminense (UFF) e doutorando em Economia na Escola Brasileira de Economia e Finanças (EPGE/FGV). Líder Técnico de IA Generativa da Análise Macro. E-mail: vitorwilher@analisemacro.com.br.

1 Introdução

A política fiscal brasileira produziu, nos últimos anos, alguns dos movimentos mais bruscos da curva de juros. Em 21/10/2021, quando o Auxílio Brasil foi anunciado fora do teto de gastos, o DI de 10 anos subiu 0,52 p.p. num único pregão. Em 28/11/2024, no anúncio do pacote de corte de gastos, subiu 0,31 p.p. Movimentos assim mostram que o mercado precifica a incerteza sobre as contas públicas. A pergunta deste trabalho é se essa incerteza pode ser medida de forma sistemática e se seus efeitos aparecem fora dos episódios mais conhecidos: na curva de juros e na dispersão das expectativas dos previsores.

O trabalho faz três coisas. A primeira é construir um índice semanal de incerteza fiscal na mídia a partir de dados abertos (o GDELT), com um filtro de tema validado em uma amostra rotulada. A segunda é comparar esse índice com uma medida de incerteza fiscal tirada das próprias expectativas do Focus, no método de Almeida; Corrêa; Lopes (2026). A terceira é estimar o efeito das duas medidas sobre a curva e o efeito da medida de mídia sobre a dispersão das expectativas. Na dispersão usamos só a mídia: a medida do Focus é construída com a dispersão das projeções fiscais e não pode explicá-la sem circularidade.

O resultado central é que as duas medidas são complementares no tempo. Até 2019, as revisões do Focus carregam a notícia fiscal e movem a curva, como encontram Almeida; Corrêa; Lopes (2026). A partir de 2020, as medianas fiscais do Focus passam a reagir devagar aos choques, e o índice de mídia passa a ser o que data e mede esses choques.

2 Literatura

A medição de incerteza por contagem de notícias começa com o EPU de Baker; Bloom; Davis (2016), que conta artigos com termos de economia, política e incerteza e inclui uma categoria fiscal. Hong; Ke; Nguyen (2024) estendem a ideia para incerteza fiscal em vários países e encontram efeito sobre o prêmio de risco soberano. Hassan et al. (2019) medem risco político no nível da firma contando termos de tema perto de sinônimos de risco, a mesma lógica de proximidade que usamos aqui. Na análise de texto em economia, Gentzkow; Kelly; Taddy (2019) discutem os métodos e Loughran; McDonald (2011) mostram que palavras de tema

financeiro, como “dívida” ou “imposto”, não carregam tom. Por isso o nosso índice usa termos fiscais só para definir o tema e conta a incerteza à parte.

Para o Brasil, Pinheiro (2025) constrói um índice de sentimento fiscal com processamento de linguagem natural sobre jornais e agências e estima seu efeito nos fatores da curva com um Nelson-Siegel dinâmico (Diebold; Li, 2006; Nelson; Siegel, 1987). Almeida; Corrêa; Lopes (2026) medem a incerteza fiscal com previsões oficiais e do Focus, combinando desacordo e revisões não antecipadas, como em Hantzsche (2022), e encontram inclinação da curva e alta do custo de financiamento soberano. A dispersão entre previsores como medida de incerteza é discutida por Lahiri; Sheng (2010).

3 Dados

3.1 Notícias: o GDELT

O GDELT (Leetaru; Schrodt, 2013) monitora notícias da internet no mundo todo. A tabela *Web NGrams*, consultada no BigQuery, guarda cada ocorrência de uma palavra com cerca de 15 palavras antes e depois, a URL e a data de publicação. Coletamos todas as ocorrências de “fiscal”, “fiscais”, “dívida” e “dívidas” em páginas brasileiras em português, mês a mês, de 01/01/2020 a 25/11/2026: 83 meses, 3,79 TB processados, 1.641.969 trechos de 778.883 matérias.

3.2 Filtro de tema e validação

A maior parte desses trechos não trata de finanças públicas: “nota fiscal”, “fiscal de obras”, dívida de famílias e de empresas. Para medir isso, sorteamos 500 trechos, estratificados, e os rotulamos sem acesso a qualquer classificação automática. Só 36% falam das finanças públicas do Brasil. Definimos então um filtro de tema com expressões do jargão fiscal (dívida pública, meta fiscal, arcabouço, contas públicas, déficit primário e semelhantes) e excluímos trechos que mencionam outro país. Na amostra rotulada, 93% dos trechos que passam no filtro são do tema, e o filtro recupera 73% dos trechos do tema. O filtro foi escrito depois da rotulagem, então essas medidas são otimistas. Passam no filtro 25% dos trechos, de 212.350

matérias.

A validação também explica por que abandonamos o sentimento (positivo/negativo) como medida. O classificador usado por Pinheiro (2025), o FinBERT-PT-BR (Santos; Bianchi; Costa, 2023), tem concordância kappa de 0,37 com os rótulos nos trechos do tema e só reconhece 33% das notícias fiscais positivas. Sem o filtro de tema, só 24% dos votos positivos do classificador são corretos e do tema. Com trechos curtos, o sentimento é ruído. A contagem de matérias, que depende só do tema, não sofre desse problema.

3.3 O índice de incerteza fiscal na mídia

O índice semanal é o número de matérias do tema fiscal que têm, no trecho, uma palavra de incerteza (incerteza, incerto, indefinição, dúvida, imprevisível, instabilidade, insegurança), por mil matérias brasileiras do GDELT na semana. A lista de palavras foi fixada antes de qualquer estimação. São 5.404 matérias, cerca de 15 por semana. Em 8 semanas a cobertura do GDELT cai para menos da metade do normal e o índice fica vazio. Usamos também a **atenção fiscal**: todas as matérias do tema por mil. As duas têm correlação 0,62.

A Figura 1 mostra o índice. Ele acusa a PEC da Transição (z = 1,6), a semana anterior à apresentação do arcabouço (z = 10,7), o pacote de gastos (z = 2,5) e o período pós-eleitoral de 2026 (z = 5,5).

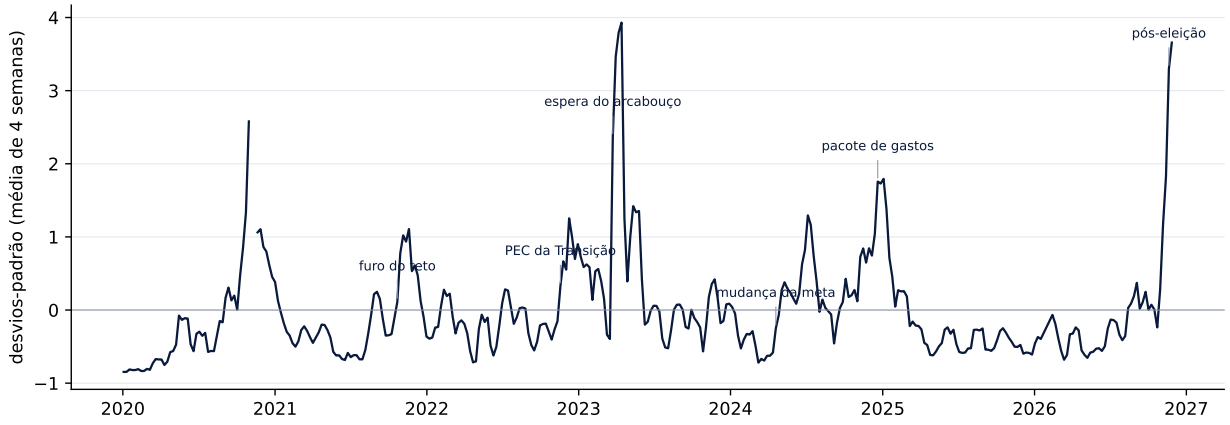


Figura 1: Incerteza fiscal na mídia (GDELT), semanal, em desvios-padrão.

3.4 Incerteza fiscal do Focus

Seguimos Almeida; Corrêa; Lopes (2026), adaptando Hantzsche (2022) ao Focus. Para o resultado nominal do setor público projetado para o ano corrente e o seguinte, o índice soma o desacordo (a variância das projeções entre respondentes, robusta a um extremo) e o quadrado da inovação da revisão da mediana, obtida de uma regressão da revisão em sua defasagem, no nível anterior e no desacordo anterior, reestimada só com o passado. A **notícia fiscal** do Focus é a inovação com sinal: positiva quando a revisão piora o resultado. A correlação com o índice de mídia é 0,00: as duas medem coisas diferentes.

3.5 Curva de juros

De 02/01/2020 a 25/11/2026 usamos os ajustes diários do DI1 da B3 (1.718 pregões), interpolados por *flat forward* nos vértices de 1 a 120 meses, e os fatores de Nelson; Siegel (1987) em dois passos. Os arquivos da B3 só existem a partir de 2018; para 2012 a 2019 usamos as taxas dos títulos prefixados do Tesouro Direto (LTN e NTN-F), interpoladas em 1 e 9 anos. Em 2020–2026, essa curva tem correlação de 0,996 com o DI de 10 anos em nível e de 0,84 nas variações semanais.

4 Método

Projeções locais (Jordà, 2005): $y_{t+h} - y_{t-1} = a_h + b_h x_t + c_h \Delta y_{t-1} + \gamma_h' w_t + \varepsilon_{t+h}$, com erros de Newey; West (1987). Nos testes da curva, w_t inclui as variações das expectativas de PIB e Selic do Focus e do log do VIX. **Estudo de eventos** (MacKinlay, 1997): um evento é um dia útil em que a atenção fiscal supera a mediana dos 60 dias úteis anteriores em mais de 3 (ou 4) desvios robustos, sem outro evento nos 10 dias anteriores. A reação é a variação do DI desde o fechamento da véspera. Comparamos com todos os outros dias por permutação. **VAR** (Sims, 1980): semanal, com nível, inclinação e curvatura da curva, expectativas de PIB e Selic e o índice, defasagem por BIC e identificação de Cholesky, com o índice em primeiro lugar (a notícia pode mover a curva na semana) e, como robustez, na ordem de Pinheiro (2025), em que o índice não afeta a curva na semana do choque.

Tabela 1: Incerteza fiscal do Focus e a curva do Tesouro: projeções locais

Choque (+1 dp)	Taxa	Horizonte	2012–2019	2020–2026
Notícia fiscal (piora), semanal	9 anos	4 sem.	0,148***	−0,016
Notícia fiscal (piora), semanal	9 anos	12 sem.	0,273***	−0,076
Notícia fiscal (piora), semanal	9 anos	26 sem.	0,430***	0,009
ΔIIF, mensal	9 anos	0 meses	0,129*	−0,040
ΔIIF, mensal	9 anos	3 meses	0,063	0,070
ΔIIF, mensal	9a–1a	0 meses	0,163***	0,019
ΔIIF, mensal	9a–1a	3 meses	0,109	−0,079
ΔIIF tempo real, mensal	9 anos	0 meses	0,116	−0,043
ΔIIF tempo real, mensal	9 anos	3 meses	0,108	0,066
ΔIIF tempo real, mensal	9a–1a	0 meses	0,149**	0,020
ΔIIF tempo real, mensal	9a–1a	3 meses	0,114	−0,081

Coeficientes em p.p. por 1 desvio-padrão do choque. $y_{t+h} - y_{t-1}$ sobre o choque, Δy_{t-1}, Δ Focus 12 meses de PIB e Selic e Δ log VIX; erros HAC (Newey-West, $h+4$ defasagens). *** $p < 0{,}01$, ** $p < 0{,}05$, * $p < 0{,}1$.

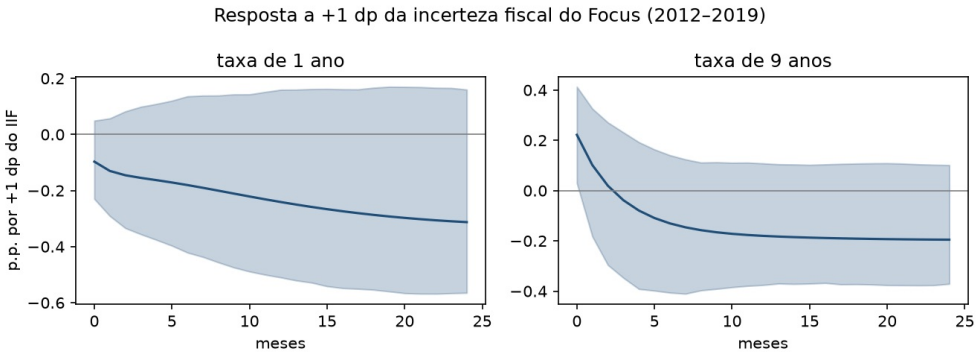


Figura 2: VAR mensal, 2012–2019: resposta das taxas de 1 e 9 anos a +1 dp da incerteza fiscal do Focus (bandas de 90%).

5 Resultados: curva de juros

5.1 O Focus até 2019

A Tabela 1 resume as projeções locais. Em 2012–2019, uma revisão não antecipada que piora o resultado fiscal em um desvio-padrão eleva a taxa de 9 anos em 0,15 p.p. em 4 semanas, em 0,27 em 12 e em 0,43 em 26. Um aumento do índice de incerteza do Focus inclina a curva em 0,16 p.p. no mês ($p = 0{,}002$). No VAR mensal, a taxa de 9 anos sobe 0,22 p.p. no mês do choque e o efeito some em três meses (Figura 2). Os sinais são os de Almeida; Corrêa; Lopes (2026). Em 2020–2026, nenhum desses efeitos aparece.

Tabela 2: Episódios fiscais datados pelo pico de atenção na mídia e a reação do DI

Dia	Episódio	z	5 dias antes	No dia	Até t+1	10a–1a em 4 dia
21/10/2021	Auxílio Brasil fora do teto	4,2	0,75	0,52	0,43	−1,3
15/11/2022	Transição: equipe e PEC	3,9	0,95	0,24	0,43	−0,0
23/03/2023	Espera do arcabouço; Lula × BC	4,8	−0,11	0,11	0,10	−0,2
15/04/2024	PLDO 2025 muda as metas	5,7	0,15	0,21	0,44	−0,2
28/11/2024	Pacote de gastos e IR	9,1	0,28	0,31	0,27	−0,0
16/12/2024	Votação do pacote	3,0	0,00	0,53	0,50	−0,1

z: atenção fiscal do dia em desvios robustos da mediana dos 60 dias úteis anteriores. Variações do DI de 10 anos (p. medidas a partir do fechamento de $t-1$; "5 dias antes" vai de $t-6$ a $t-1$. Rótulos dos episódios atribuídos pela leitu das manchetes do dia (arquivo `evento_diario_lista_di.csv`).

5.2 Depois de 2020: o Focus para de acusar, a mídia acusa

O desaparecimento do efeito depois de 2020 não significa que a curva deixou de reagir ao fiscal (Tabela 2). Nos episódios conhecidos, o DI de 10 anos se moveu muito, e as medidas do Focus quase não se mexeram nessas semanas: as medianas fiscais do Focus andam devagar. O índice de mídia, ao contrário, marca os dias dos choques.

No estudo de eventos com o DI de fechamento, os 28 dias com atenção acima de 3 desvios trazem alta média de 0,065 p.p. no DI de 10 anos no próprio dia ($p = 0{,}039$). Nos 13 dias acima de 4 desvios, a alta é de 0,138 p.p. ($p = 0{,}011$), e o tamanho do movimento é de 0,18 p.p., contra 0,11 num dia comum ($p = 0{,}035$). Nos quatro dias seguintes, a inclinação entre 10 e 1 ano cai −0,25 p.p. ($p = 0{,}002$): a ponta curta sobe depois da longa, o que é coerente com expectativa de mais Selic. O índice geral de incerteza de notícias (EPU) não produz efeito nos mesmos testes ($p = 0{,}995$).

Há, porém, antecipação. Nos cinco dias anteriores aos picos fortes, o DI já tinha subido 0,30 p.p. ($p = 0{,}009$). As histórias fiscais crescem por vários dias, e a mídia atinge o pico no clímax. O índice serve para datar e medir choques, não para antecipar a curva.

5.3 VAR semanal com a incerteza fiscal na mídia

No VAR semanal (358 semanas, VAR(1)), um desvio-padrão a mais de incerteza fiscal na mídia eleva a curvatura em 0,167 p.p. em uma semana e em 0,226 em quatro, e eleva a inclinação (curto menos longo) em 0,045 em 12 semanas e 0,064 em 26, todas significativas

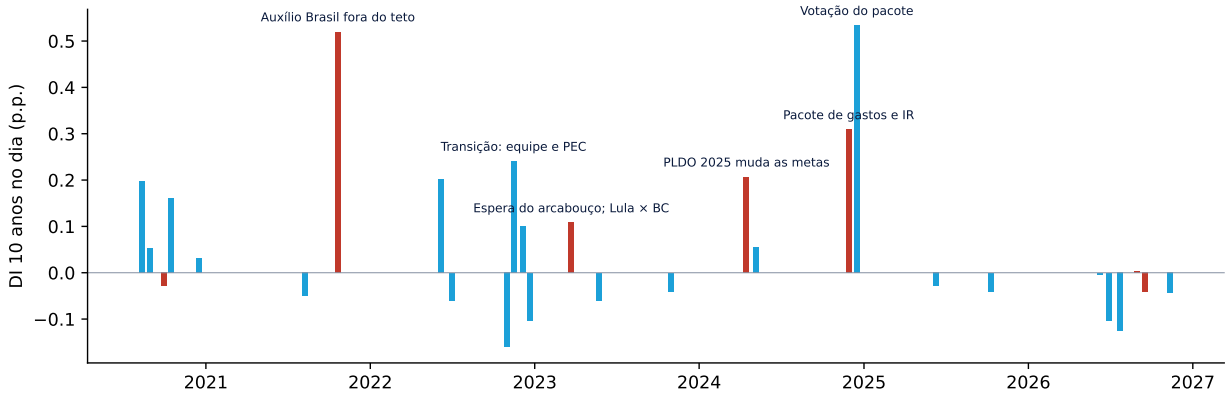


Figura 3: Reação do DI de 10 anos no dia de cada pico de atenção fiscal (vermelho: acima de 4 desvios).

a 90% (Figura 4). O nível quase não responde. A incerteza fiscal sobe a parte intermediária da curva e a ponta curta em relação à longa, o mesmo achatamento do estudo de eventos. O efeito médio é pequeno: o índice explica 2,5% da variância da inclinação em 26 semanas, e o teste de precedência não é significativo ($p = 0{,}215$). O padrão se mantém sem o primeiro semestre de 2020 (curvatura 0,192 em 4 semanas, inclinação 0,046 em 12). Na ordem de Pinheiro (2025), a resposta da inclinação continua significativa (0,038 em 12 semanas).

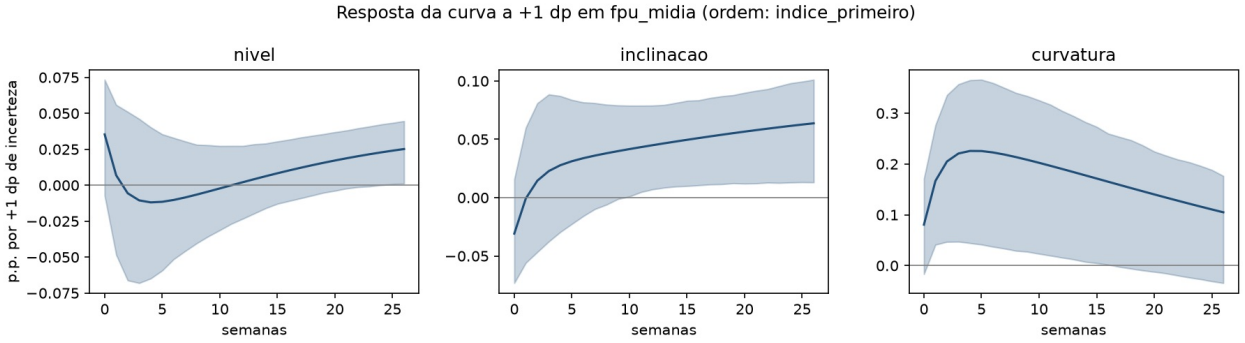


Figura 4: VAR semanal, 2020–2026: resposta dos fatores da curva a +1 dp de incerteza fiscal na mídia (bandas de 90%).

6 Resultados: dispersão das expectativas

A dispersão é o log do desvio-padrão das projeções anuais do Focus para o ano seguinte, na última coleta de cada semana, de 10/01/2020 a 27/11/2026 (355 semanas). Usamos só o

Tabela 3: Incerteza fiscal na mídia e a dispersão das expectativas do Focus

	Nível		Projeção local: pico			Pico sem
Variável	2020–26	sem 1ºS/20	efeito	semana	q (BH)	1ºS/20
Resultado primário	4,0*	1,9	2,7**	5	0,16	2,3**
Resultado nominal	3,7**	2,2	1,9*	6	0,22	1,9*
Dívida bruta	−2,8	−3,3	−1,1	9	0,30	−1,5*
Dívida líquida	−2,0	−2,1	−1,4**	1	0,16	−1,3*
IPCA	8,6***	6,9***	1,6	9	0,30	1,9
Selic	4,8***	5,0**	1,4	11	0,30	1,7
Câmbio	2,7	2,0	0,8	0	0,24	0,7*
PIB	5,4***	4,3**	1,2	8	0,49	1,6

Efeito em % do desvio-padrão das projeções por +1 dp de incerteza fiscal na mídia. Nível: $\log dp_t$ sobre o índice, tendência e mês. Projeção local: $\log dp_{t+h} - \log dp_{t-1}$ sobre $\Delta\text{índice}_t$, três defasagens de $\Delta \log dp$ e do Δíndice, ΔEPU geral, $\Delta \log$ VIX e mês, $h = 0, \ldots, 12$ semanas; "pico" é o maior $|b_h|$. q: Benjamini-Hochberg nos oito picos. HAC. *** $p < 0{,}01$, ** $p < 0{,}05$, * $p < 0{,}1$.

índice de mídia. A Tabela 3 traz os resultados.

Em nível, com tendência e efeitos de mês, a incerteza fiscal na mídia acompanha dispersão maior das projeções de IPCA (8,6% por desvio-padrão, $p = 0{,}001$), Selic (4,8%, $p = 0{,}009$) e PIB (5,4%, $p = 0{,}005$), também sem o primeiro semestre de 2020. Nas projeções locais, que olham para as variações, o efeito mais claro está no resultado primário: a dispersão sobe 2,7% em 5 semanas ($p = 0{,}035$), sem o primeiro semestre de 2020 (2,3%, $p = 0{,}026$) e com a base de 4 dias do Focus (4,7% em 7 semanas). A dispersão da dívida líquida, ao contrário, cai (−1,4% em 1 semana). Depois da correção de Benjamini-Hochberg nos oito testes, nenhum efeito dinâmico é significativo (o menor é o do primário, $q = 0{,}159$).

7 Limites

1. **Um rotulador.** A validação do filtro de tema usou rótulos de um único rotulador. Uma segunda rotulagem às cegas é necessária para medir concordância.
2. **Trechos curtos.** O GDELT guarda cerca de 15 palavras em volta de cada ocorrência. A palavra de incerteza precisa cair nessa janela, o que torna o índice esparso e ruidoso.
3. **Antecipação.** O efeito do estudo de eventos é contemporâneo e precedido de movi-

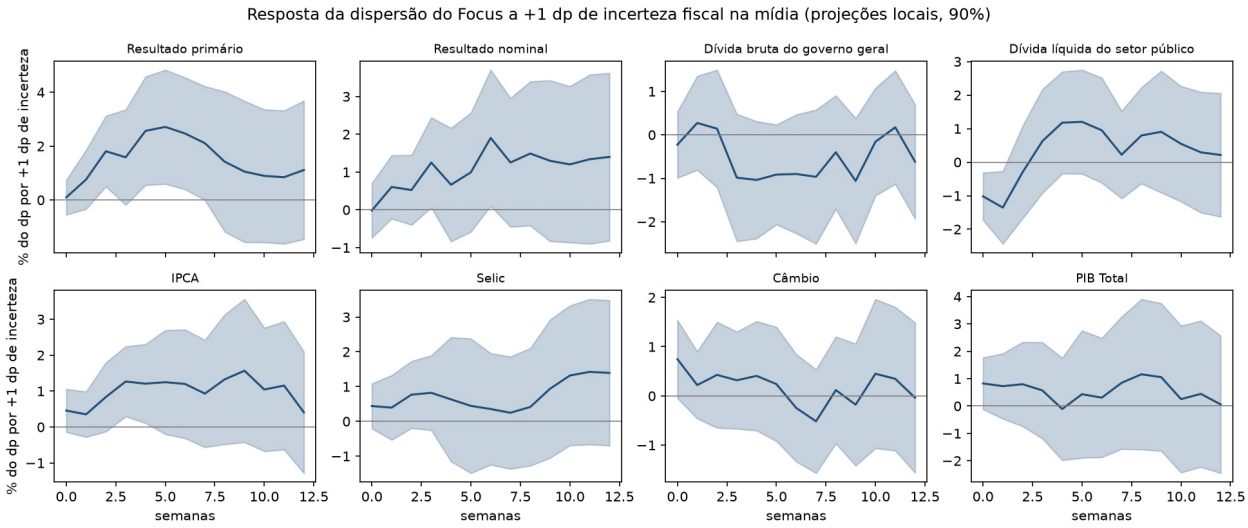


Figura 5: Projeções locais: resposta da dispersão do Focus a +1 dp de incerteza fiscal na mídia (bandas de 90%).

mento do mercado. O índice data o choque; não identifica sua causa isoladamente.

4. **Testes múltiplos.** Estimamos muitas especificações. Nas projeções locais com o Focus, 11 de 144 testes têm $p < 0{,}05$; os de 2012–2019 são coerentes entre horizontes, o que reduz, mas não elimina, o risco de acaso.
5. **Curva do Tesouro Direto.** Para 2012–2019, as taxas do Tesouro Direto aproximam a curva de mercado e misturam títulos com e sem cupom.

8 Conclusão

A incerteza fiscal move a curva de juros brasileira, mas cada medida enxerga um período. Até 2019, as revisões do Focus carregam a notícia fiscal e elevam os juros longos. Depois de 2020, as medianas fiscais do Focus reagem devagar, e um índice construído com notícias abertas passa a datar os choques: nos dias de maior atenção fiscal, o DI de 10 anos sobe no próprio dia e a curva achata nos dias seguintes. Na dispersão das expectativas, a evidência é mais fraca: a incerteza fiscal na mídia acompanha previsores mais divididos sobre inflação, juros e atividade e, com defasagem, sobre o resultado primário, mas os efeitos dinâmicos não resistem à correção para testes múltiplos. Os próximos passos são uma segunda rotulagem, o texto completo das matérias de veículos que permitem coleta e um teste formal de quebra

estrutural em 2020.

Referências

ALMEIDA, Karina Oliveira Belarmino de; CORRÊA, Wilson Luiz Rotatori; LOPES, Luckas Sabioni. **Incerteza fiscal e a curva de juros soberana no Brasil: evidências de previsões oficiais em tempo real**. Trabalho submetido ao Encontro Nacional de Economia da ANPEC, 2026. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2026/submissao/files_I/i4-db416b6f5f803dbe2a6755f66788020d.pdf>

BAKER, Scott R.; BLOOM, Nicholas; DAVIS, Steven J. Measuring Economic Policy Uncertainty. **Quarterly Journal of Economics**. v. 131, n. 4, p. 1593–1636, 2016

DIEBOLD, Francis X.; LI, Canlin. Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields. **Journal of Econometrics**. v. 130, n. 2, p. 337–364, 2006

GENTZKOW, Matthew; KELLY, Bryan; TADDY, Matt. Text as Data. **Journal of Economic Literature**. v. 57, n. 3, p. 535–574, 2019

HANTZSCHE, Arno. Fiscal Uncertainty and Sovereign Credit Risk. **European Economic Review**. v. 148, p. 104245, 2022

HASSAN, Tarek A. *et al.* Firm-Level Political Risk: Measurement and Effects. **Quarterly Journal of Economics**. v. 134, n. 4, p. 2135–2202, 2019

HONG, Gee Hee; KE, Ding; NGUYEN, Anh D. M. **The Economic Impact of Fiscal Policy Uncertainty: Evidence from a New Cross-Country Database**. [*s. l.*]: International Monetary Fund, 2024

JORDÀ, Òscar. Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. **Ame-**

rican Economic Review. v. 95, n. 1, p. 161–182, 2005

LAHIRI, Kajal; SHENG, Xuguang. Measuring Forecast Uncertainty by Disagreement: The Missing Link. **Journal of Applied Econometrics**. v. 25, n. 4, p. 514–538, 2010

LEETARU, Kalev; SCHRODT, Philip A. GDELT: Global Data on Events, Location, and Tone, 1979–2012. *In.* 2013

LOUGHRAN, Tim; MCDONALD, Bill. When Is a Liability Not a Liability? Textual Analysis, Dictionaries, and 10-Ks. **Journal of Finance**. v. 66, n. 1, p. 35–65, 2011

MACKINLAY, A. Craig. Event Studies in Economics and Finance. **Journal of Economic Literature**. v. 35, n. 1, p. 13–39, 1997

NELSON, Charles R.; SIEGEL, Andrew F. Parsimonious Modeling of Yield Curves. **Journal of Business**. v. 60, n. 4, p. 473–489, 1987

NEWEY, Whitney K.; WEST, Kenneth D. A Simple, Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix. **Econometrica**. v. 55, n. 3, p. 703–708, 1987

PINHEIRO, Tatiana. **Whats is the contribution of fiscal sentiment to the Brazilian terms structure of interest rates?** tese de doutorado—[*s. l.*]: Fundação Getulio Vargas, Escola de Economia de São Paulo, 2025

SANTOS, Lucas Leme; BIANCHI, Reinaldo A. C.; COSTA, Anna Helena Reali. FinBERT-PT-BR: Análise de Sentimentos de Textos em Português do Mercado Financeiro. *In.* SBC, 2023

SIMS, Christopher A. Macroeconomics and Reality. **Econometrica**. v. 48, n. 1, p. 1–48,

1980