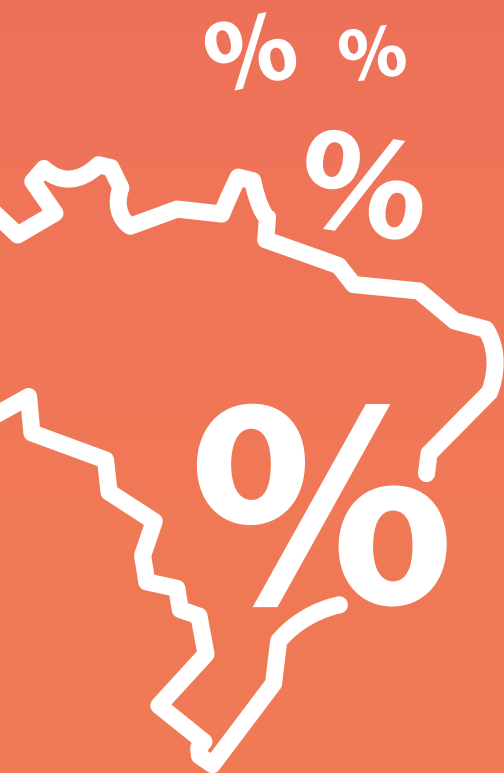




Gabriel Barros

Economista-chefe da ARX
Investimentos



Qualquer semelhança é mera coincidência

A magnitude da desancoragem das expectativas de inflação para os próximos 24 meses é elevada e comparável apenas ao período marcado pela conhecida e documentada crise de confiança na condução da política econômica, monetária e fiscal, que antecedeu a maior recessão da história no biênio 2015/2016. De acordo com dados do Relatório Focus, a mediana da desancoragem das expectativas dos agentes econômicos frente ao centro da meta de inflação perseguida pelo Banco Central (BCB) é de 1,34 ponto percentual (p.p.) e tem dinâmica semelhante ao observado em 2013/2014, quando a crise de confiança foi evoluindo gradativamente até chegar no ápice de 1,7 p.p. de desancoragem, no início de agosto de 2014.

Dados recentes do Focus apontam para uma inflação esperada de 5,6%, 4,5% e 4% em 2025, 2026 e 2027, bastante acima do centro da meta de 3%, cuja banda é de mais ou menos 1,5 p.p. para cima ou para baixo. Para o horizonte relevante de política monetária, que gira em torno de 18 a 24 meses, o hiato das expectativas frente à meta de inflação em cada período

apresenta dinâmica preocupante: após relativa estabilidade em torno de 0,5 p.p. no início do ano passado, houve ampliação para 0,75 p.p. em novembro e notável aceleração no início deste ano para 1 p.p. No último bimestre, a magnitude da desancoragem frente à meta se ampliou ainda mais, para mais de 1,3 p.p. em março. Ou seja, a magnitude e persistência do hiato das expectativas de inflação (*gráfico a seguir*) denota que há um processo crescente e estrutural de perda de credibilidade, não interrompido pelas recentes elevações da taxa básica de juros.

O processo contemporâneo de desancoragem das expectativas de inflação, como se pode depreender, não é algo efetivamente novo e vem se aprofundando desde o ano anterior. A desconfiança transmutada de elevações na inflação esperada se colocou tanto no bojo das alterações na composição dos membros do Comitê de Política Monetária (Copom) quanto de alterações fiscais relevantes, a exemplo da alteração das metas de resultado primário para 2025 e 2026. Na ocasião, o envio do Projeto de Lei

de Diretrizes Orçamentárias (PLDO) de 2025 reduziu a velocidade de recuperação almejada do resultado primário em 1,25 p.p. (*tabela abaixo*), para 0% (ante 0,5%) em 2025 e 0,25% (ante 1%) do PIB em 2026. A mudança de R\$160 bilhões no biênio deteriorou a percepção de risco fiscal, afetando as variáveis mais relevantes de mercado, como a taxa de câmbio, curva de juros e inflação esperada.

Adicional à deterioração na condução da política fiscal, ruídos na condução da política monetária também contribuíram para a conti-

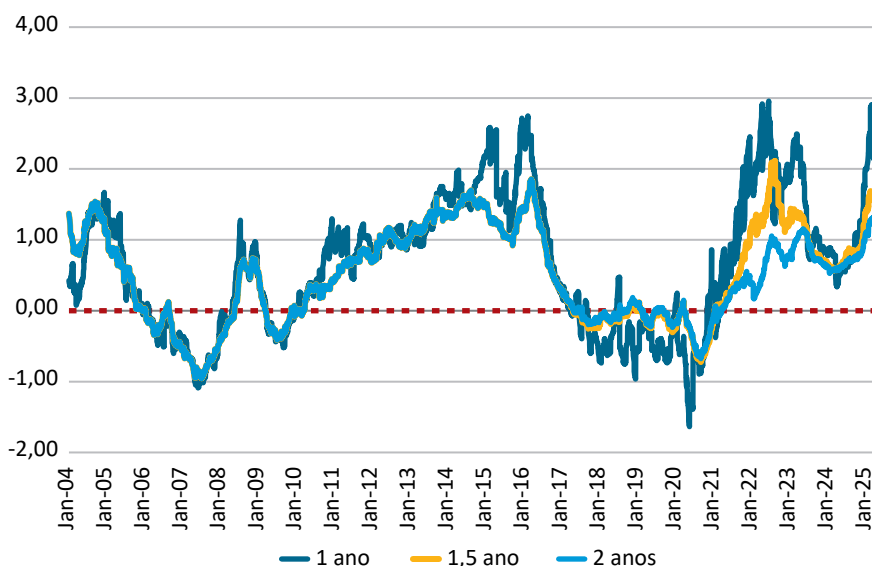
nuidade do processo de desancoragem e ampliação do hiato frente à meta de inflação. Em maio de 2024, a decisão dividida entre os membros do Comitê não apenas agudizou o processo de deterioração como solidificou a desconfiança dos agentes sobre a credibilidade na condução da política econômica. Desde então, a despeito de as decisões terem sido unânimes, não tem sido suficiente para limitar o processo de desancoragem, tampouco de promover uma reancoragem no horizonte relevante de política monetária. Em outras

palavras, o dano de credibilidade se mostra permanente e apenas fatos inerentes às decisões de política fiscal e monetária serão capazes de produzir algum efeito material na reversão desse oneroso processo.

Uma eventual desaceleração da economia, em resposta ao aperto monetário empreendido até o presente, pode contribuir com alguma limitação da desancoragem das expectativas frente à meta daqui para frente, não obstante haja dúvida importante sobre o tamanho e persistência dessa desaceleração da atividade face à edição de uma série de medidas fiscais, parafiscais e de crédito como forma de suavizar justamente essa acomodação que se mostra, até o momento, incipiente. De outra forma, o *timing* com que o aperto de condições financeiras e seus efeitos cumulativos e defasados operam sobre a economia real é variável e contém maior grau de incerteza, particularmente quando há atuação das políticas (para)fiscal e creditícia. Ou seja, pode existir um hiato temporal sobre a atividade econômica do impulso (para)fiscal e creditício e a contração monetária que produza um erro de julgamento sobre a direção das variáveis macroeconômicas no futuro próximo.

Adicionalmente, o nível de incerteza sobre a evolução da economia internacional, em particular da economia americana, é elevado e assim deve permanecer no futuro próximo, dadas as decisões tomadas e que se avizinham em termos de política tarifária e comercial não apenas entre países, mas entre blocos econômicos. A magnitude das

Gráfico: Desvio da mediana das expectativas do Focus frente à meta de inflação (em p.p.)



Fonte: Relatório Focus - Banco Central. Elaboração: ARX Investimentos.

Tabela: Evolução da meta fiscal (% do PIB)

Meta fiscal	2024	2025	2026	2027	2028
Original	0,00	0,50	1,00	N/D	N/D
Nova	0,00	0,00	0,25	0,50	1,00
Mudança	0,00	-0,50	-0,75	N/A	N/A

Fonte: Ministério da Fazenda e Planejamento. Elaboração: ARX Investimentos.



incertezas já seriam substanciais até aqui, mas há ainda dúvidas sobre a evolução das guerras entre a Rússia-Ucrânia e Israel-Hamas, que nas últimas semanas tem dado sinais de piora, sem perspectiva clara de um congelamento ou paralisação.

O calendário acelerado daqui até outubro de 2026 e a grande incerteza político-jurídica doméstica que se coloca para os próximos 18 a 24 meses torna o cenário atual bastante desafiador, tanto em absoluto quanto no relativo. A visibilidade é baixa e o grau de confiança sobre a evolução do cenário de maior probabilidade é reduzido, semelhante em certo sentido ao experimentado em 2013/2014 do ponto de vista doméstico. Naquela ocasião, uma série de medidas na direção do microgerenciamento da economia foram tomadas, assim como ocorre no momento, por enquanto, em menor magnitude.

Assim como no passado, no presente, uma série de medidas de estímulo vem sendo adotadas, a exemplo do (1) crédito consignado privado, (2) de nova faixa para o programa habitacional Minha Casa, Minha Vida, inclusive para reformas e reparos, (3) da atuação dos bancos públicos, a exemplo e não se limitando ao BNDES, (4) maior protagonismo e investimento de empresas estatais federais como a Petrobras, (5) do programa de renegociação de dívida dos estados (Propag), entre outros. Para este e o próximo ano, nossa expectativa é que o conjunto de medidas (para)fiscais e de crédito em curso e até então conhecidas alcancem 2% e 2,6% do PIB, patamar significativo

e que contribuirá para a manutenção do nível de atividade econômica resiliente e inflação distante da meta.

Na medida em que o tempo daqui até as eleições do próximo ano é relativamente largo, há importante incerteza sobre a magnitude dos estímulos que podem vir a ocorrer no futuro próximo. Além da magnitude, a opacidade que permeia uma série das operações já anunciadas, algumas por intermédio de fundos garantidores cuja transparência e governança são falhas e questionáveis, amplia a incerteza das estimativas e seus impactos sobre a economia. Como se pôde verificar no estudo produzido por Alexandre Manoel, Marcos Lisboa, Marcos Mendes e Samuel Pessoa, publicado no Blog do IBRE,¹ as últimas duas eleições produziram um gasto oculto e encoberto de 2,6% do PIB, sendo de 0,9% no período de 2019 a 2022 e de 1,7% do PIB no período de 2011 a 2014. De outra forma, significa dizer que o efetivo tamanho das operações (para)fiscais e creditícias será conhecido apenas *ex post*, de modo que, até lá, a condução da política monetária deverá enfrentar um canal de transmissão obstruído, ainda que parcialmente.

O texto não reflete necessariamente as opiniões da empresa. 

¹Disponível em <https://go.fgv.br/0LfLTwyG1nk>.

Gabriel Barros escreve a cada bimestre.