



Gabriel Barros

Economista-chefe da ARX Investimentos



Termômetro quebrado?

Os membros do Banco Central do Brasil (BCB) vêm destacando em suas decisões e comunicações junto ao mercado que “a política monetária significativamente contracionista já tem contribuído e seguirá contribuindo para a moderação do crescimento”, avaliação que denota o tamanho da confiança e do conforto com o atual nível de juros. Os membros entendem ainda que “dadas as defasagens inerentes aos mecanismos de política monetária, espera-se que tais efeitos se aprofundem nos próximos trimestres”, o que significa dizer que deveríamos ver um fechamento do hiato do produto à frente em resposta aos efeitos cumulativos do ciclo de alta de juros.

A despeito do atual patamar de juros estar em nível contracionista, nossa avaliação na ARX Investimentos é que ele não está em nível suficientemente contracionista para trazer a inflação para o centro da meta, notadamente em razão dos substantivos estímulos para fiscais, fiscais e de crédito que manterão a economia crescendo em um patamar acima do produto potencial. De acordo com as nossas estimativas (gráfico 1), o montante de estímulos deverá atingir 2% (R\$ 238 bilhões) e 2,9% (R\$ 376 bilhões) do PIB neste e no próximo ano, mitigando parcialmente o efeito contracionista da política monetária.

Em nossa análise, a atual condução da política monetária parece

minimizar ou se depara com certa dificuldade em mapear e incorporar nos exercícios econométricos e na sua função reação tanto o volume quanto a composição dos estímulos (para) fiscais e de crédito. A título de exemplo, o julgamento do Comitê de Política Monetária (Copom) sobre os efeitos do crédito consignado na economia nos parece sintomático, uma vez que afirmam que “tal medida não deve ser interpretada como cíclica e representativa, possivelmente, uma alteração estrutural no mercado”.

A quantidade e a magnitude das medidas de estímulo nos parecem grandes e visíveis para serem minimizadas pela autoridade monetária, cujo risco de erro de julgamento sobre a evolução futura do hiato do produto pode ser elevado. De outra forma, o excesso de confiança no funcionamento da política monetária e na ausência de obstrução do seu canal de transmissão pode produzir uma desorganização macroeconômica tal que amplie ainda mais os custos de desinflação no futuro próximo.

No presente, revisões altistas e frequentes do hiato do produto chamam a atenção e se somam às preocupações sobre o futuro presente da política monetária. De acordo com as estimativas constantes no anexo do relatório de política monetária (RPM) – antigo relatório trimestral de inflação –, a revisão para cima do hiato do produto

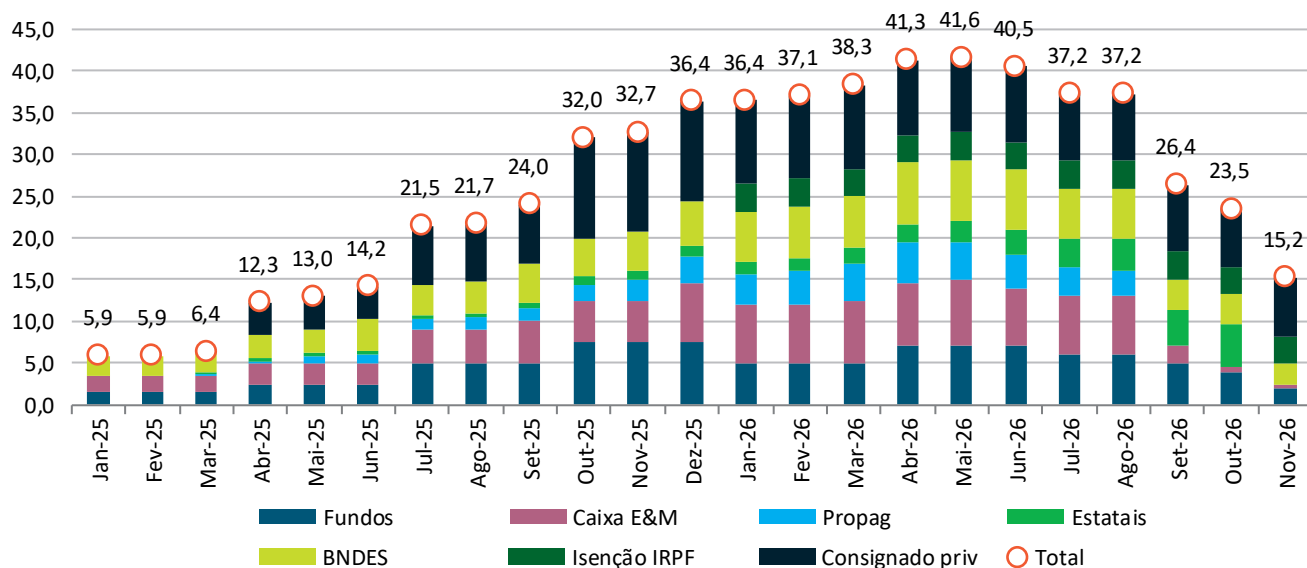
tem sido tanto mais frequente quanto de maior magnitude (gráfico 2) no período atual frente ao pré-covid.

A título de exemplo, em apenas um trimestre o hiato para o quarto trimestre de 2024 foi revisado em 18 pontos base (bps), para 0,85 em março deste ano (primeiro trimestre de

2025 – 1T25) ante 0,57 estimado em dezembro de 2024. Em seis meses, a revisão foi ainda mais substancial, saiu de 0,51 em setembro de 2024 para os 0,85 atualmente estimados no 1T25. A frequência e a magnitude das revisões vêm se repetindo ao longo de vários trimestres desde o período pós-

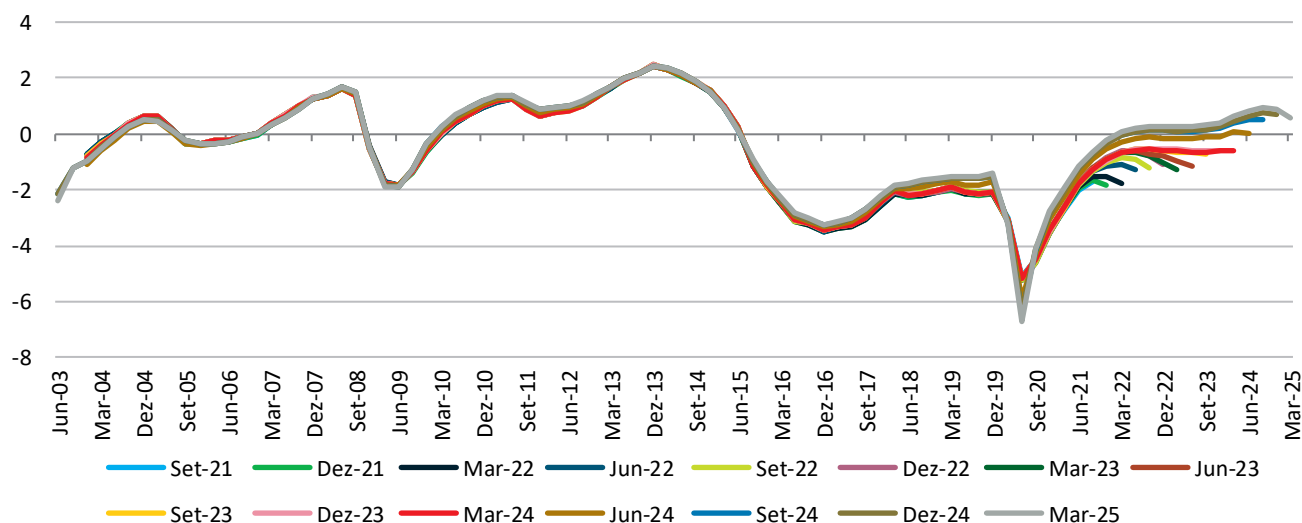
covid, marcado, entre outras coisas, por recorrentes estímulos fiscais. Isto posto, e dada a magnitude dos renovados estímulos (para)fiscais e de crédito explicitados no gráfico 1, entendemos que o grau de confiança do BCB no fechamento do hiato nos próximos trimestres deveria ser menor.

Gráfico 1: Medidas de estímulo (para)fiscal e de crédito (em R\$ bilhões)



Fontes: Ministério da Fazenda, do Planejamento, BNDES, Tesouro Nacional e ARX Investimentos.

Gráfico 2: Evolução das estimativas de hiato do produto pelo BCB



Fontes: Banco Central e ARX Investimentos.

Como forma de ganhar maior sensibilidade sobre o efeito dos estímulos no hiato do produto, procuramos replicar o modelo do BCB. De acordo com as nossas estimativas (gráfico 3), no cenário em que não há estímulo (para)fiscal e creditício material, nossas estimativas são con-

vergentes com a direção daquelas apresentadas no RPM: o hiato deixa o terreno positivo no 1T25 e recua consistentemente até situar-se em patamar negativo no terceiro e quarto trimestres de 2026, em -0,6%. Já no cenário em que os estímulos supracitados no gráfico 1 são conside-

rados, o hiato fecha até o final deste ano, mas volta a abrir no início do próximo, situando-se em torno de 0,4 no 4T26.

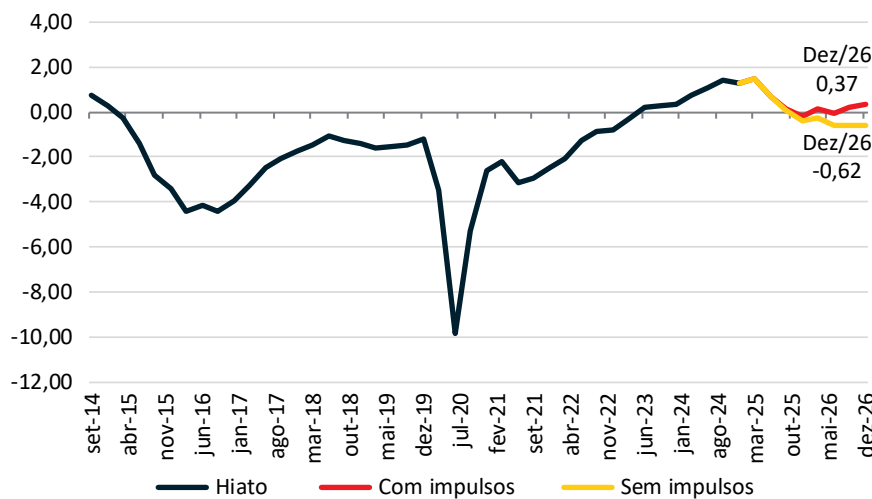
Como se pode depreender, a presença dos estímulos exerce papel-chave na expectativa futura do hiato do produto e, por conseguinte, na projeção de inflação. Não obstante, as nossas projeções de hiato no cenário sem estímulo converjam com a tendência das apresentadas pelo BCB, existe uma diferença relevante do ponto de partida. Enquanto a nossa estimativa, baseada na métrica da Instituição Fiscal Independente (IFI) é mais convergente com aquela observada nos modelos multivariados, a estimativa de hiato do BCB é menor e mais próxima da estimada por modelos univariados (gráfico 4).

De forma conclusiva, na medida em que a metodologia multivariada é superior à univariada e tem ocorrido recorrentes revisões para cima na estimativa de hiato, entendemos que deveria haver uma maior cautela na leitura dos resultados do modelo do BCB. Adicionalmente, o fato de o canal de transmissão da política monetária se deparar com uma quantidade notável de estímulos (para) fiscais e creditícios, apenas reforça a dúvida sobre os resultados do modelo e o apelo para uma menor confiança sobre as projeções de hiato.

O texto não reflete necessariamente as opiniões da empresa.

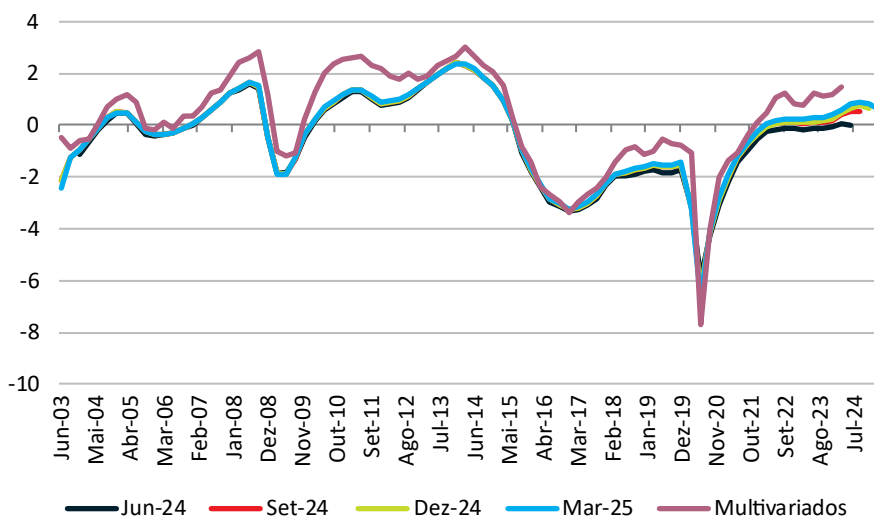
Gabriel Barros escreve a cada bimestre.

Gráfico 3: Impacto das medidas de estímulo (para)fiscal e creditício na evolução esperada do hiato do produto



Fontes: Instituição Fiscal Independente (IFI) e ARX Investimentos.

Gráfico 4: Estimativa de hiato do produto em diferentes metodologias



Fontes: Banco Central e ARX Investimentos.