



Gabriel Barros

Economista-chefe da ARX
Investimentos



Alívio externo

A quantidade de estímulos fiscais, para-fiscais e de crédito praticados pelos três níveis de governo é substancial e recomenda cautela nas projeções de atividade e inflação. De acordo com as nossas estimativas, explicitadas em artigo na *Conjuntura* de junho (leia aqui: <https://go.fgv.br/k26v1xyvQLX>), a magnitude é de aproximadamente 5% do PIB neste e no próximo ano. A despeito do volume extraordinário, nossas projeções anteveem uma desaceleração da atividade ao longo do ano, após o forte crescimento do primeiro trimestre puxado pelo forte desempenho do setor agropecuário. A desaceleração esperada da atividade, mesmo diante de estímulos (para)fiscais e de crédito se dá pelo elevado nível de contração monetária, que deverá reduzir o hiato de 1,5 no primeiro trimestre deste ano para 0,7 e 0,15 no segundo e terceiro trimestres, respectivamente.

Modelos econométricos são, por definição, uma simplificação da realidade, que no presente tem se mostrado mais volátil e com incerteza maior do que a usual. Nesse sentido, a evolução do cenário internacional, notadamente em razão das políticas tarifárias, tem desempenhado papel de destaque. As tensões geopolíticas envolvendo a (1) imposição de tarifas pelos EUA sobre diversas eco-

nomias tem produzido efeitos materiais sobre transações comerciais entre os países, com efeitos inflacionários sobre a economia americana e deflacionários sobre a economia brasileira. O elevado (2) diferencial de juros do Brasil frente a uma série de países emergentes e avançados, adicional ao (3) movimento de dólar fraco em nível global, também tem contribuído para um desempenho favorável do real, com efeitos sobre o quadro inflacionário.

É nesse contexto global que o fechamento do hiato do produto, corroborado por indicadores de alta frequência, se coloca e tem produzido revisões baixistas para a inflação deste ano. As revisões para a expectativa frente à meta de inflação no horizonte de um ano, apuradas pelo boletim Focus, têm apresentado melhora sensível nos últimos meses, tendo recuado de 2,9 para 1,5 pontos percentuais de fevereiro para agosto deste ano (gráfico 1). No horizonte relevante da política monetária, de 1,5 ano à frente, o desvio das expectativas frente à meta também recuou, porém em menor medida: saiu de 1,6 para 1,4 ponto percentual no mesmo período. Movimento similar ocorreu para o horizonte 24 meses à frente, denotando que, não obstante a melhora relativa, ainda há uma desancoragem notável das ex-

pectativas de inflação pelos agentes de mercado.

De outra forma, a mediana das expectativas de mercado espera que a inflação nos próximos 18 meses se situe muito próximo do topo do limite superior (de 4,5%) do regime de metas de inflação, em 4,4%, bastante acima das projeções do Banco Central (BCB), de 3,4%. Nesse sentido, a evolução dos dados de alta frequência para os próximos meses terá papel crucial para dar (ou não) conforto e confiança para o BCB iniciar o ciclo de corte de juros no início do próximo ano, cujo processo deverá ser precedido por alguma acomodação adicional nas expectativas de consenso do mercado. Até o final do ano, a continuidade do processo de revisão benigna das expectativas de inflação deve ser valorizada pelo Comitê de Política Monetária (Copom).

Nosso cenário, que contempla os pontos de 1 a 3 supracitados, leva em conta que o canal de transmissão de preços das *commodities* para o atacado e deste para o varejo ainda não foi integralmente atingido. Nesse sentido, entendemos que o *pass-through* ainda deve ser positivo nos próximos meses e contribuirá para uma leitura benigna do quadro inflacionário. De acordo com o nosso indicador proprietário (ARX Repasse), que estima os itens mais relevantes para efeito de repasse da inflação de *commodities* para o atacado (gráfico 2) e para o varejo (gráfico 3) dentro de uma janela de 22 dias úteis, a tendência é de arrefecimento à frente.

A acomodação de muitas *commodities* em dólar, adicional à dinâmica

Gráfico 1: Gap das expectativas versus meta (%)

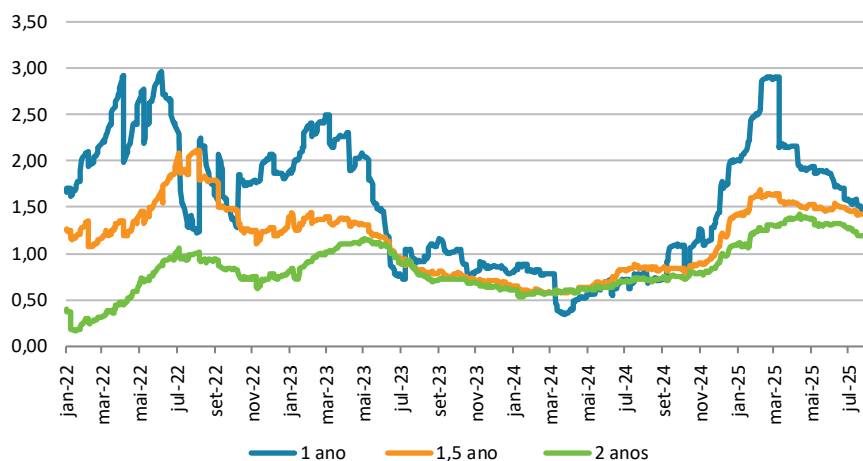


Gráfico 2: Variação trimestral ARX Repasse e IPA-M (%)

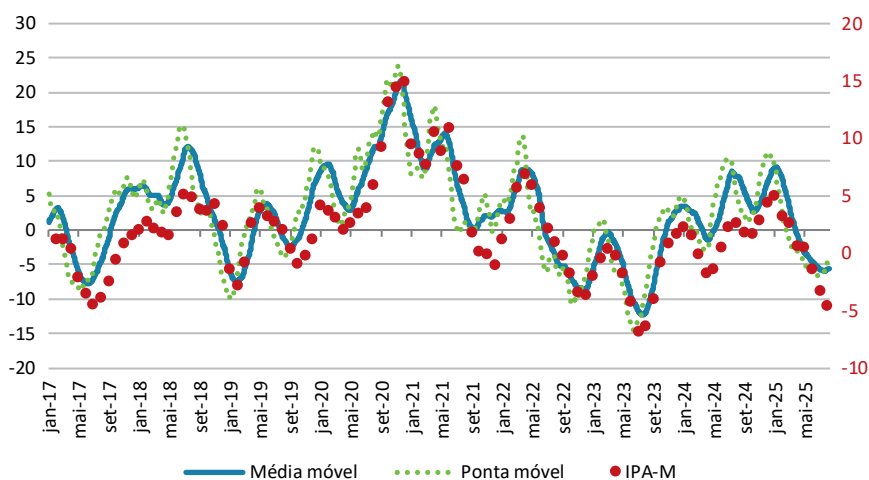
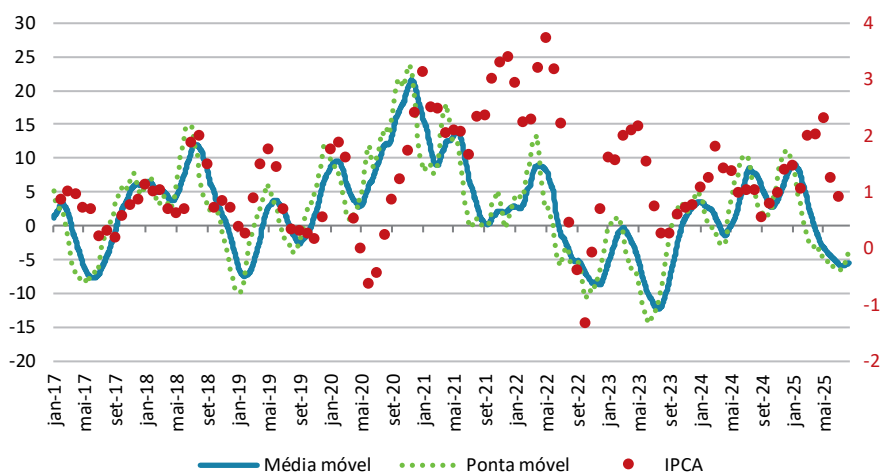


Gráfico 3: Variação trimestral ARX Repasse e IPCA (%)



cambial, tem contribuído para uma leitura benigna das *commodities* em reais e deverá ajudar na percepção de risco inflacionário à frente. Esse movimento, entretanto, mais evidente nos itens agropecuários tanto no atacado (gráfico 4) quanto no varejo (gráfico 5), deve ser exaurido até o final deste ano. A acomodação da inflação de alimentos terá efeitos ainda no Índice do Custo de Vida (ICV), outro indicador proprietário da ARX e que busca medir, além da inflação de alimentos, o custo do botijão de gás e da conta de luz de uma família representativa.

De acordo com o indicador (gráfico 6), que possui uma correlação negativa com as pesquisas de popularidade do governo quando medidas em termos de aprovação e antecipa com dois meses de antecedência, o arrefecimento do ICV deverá pavimentar uma recuperação nos índices de aprovação do governo. Em suma, a acomodação do quadro inflacionário, em grande medida por razões externas, contribuirá para um quadro inflacionário menos agudo nos próximos meses, criando as condições que o BCB parece julgar como suficientes para iniciar o ciclo de corte de juros. A má condução do processo de negociação com os EUA das tarifas impostas ao país, é um risco e pode reverter a trajetória em curso.

O texto não reflete necessariamente as opiniões da empresa.

Gabriel Barros escreve a cada bimestre.

Gráfico 4: Variação trimestral ARX Repasse Agro e IPA-M Agro (%)

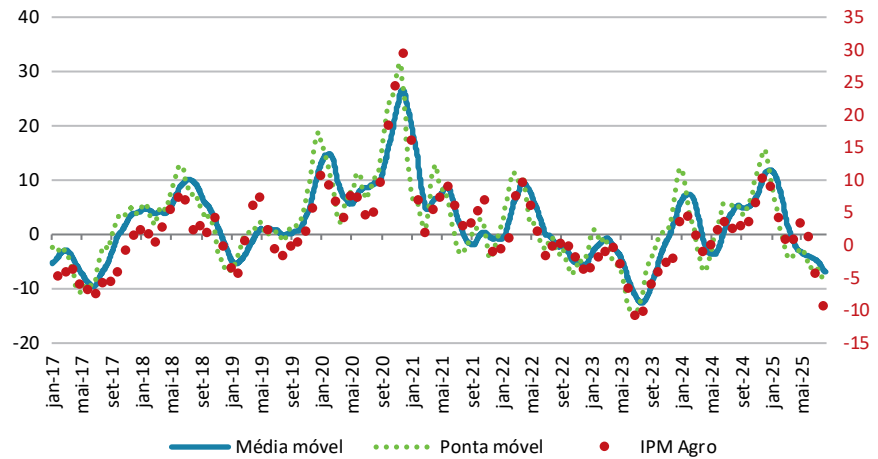


Gráfico 5: Variação trimestral ARX Repasse Agro e IPCA Alimentação (%)

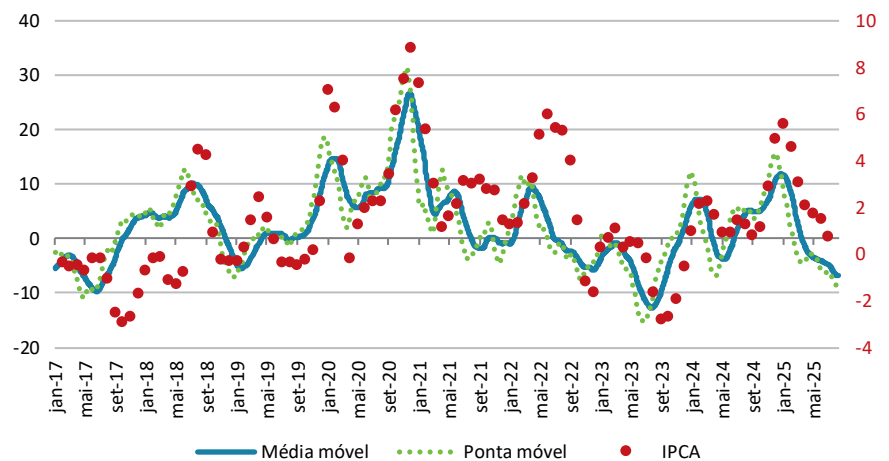


Gráfico 6: Índice do Custo de Vida (R\$) e aprovação (%)

