

“O ritmo de ajustes futuros na taxa de juros e a magnitude total do ciclo ora iniciado serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta (...) do hiato do produto e do balanço de riscos..”
265ª Ata do Copom

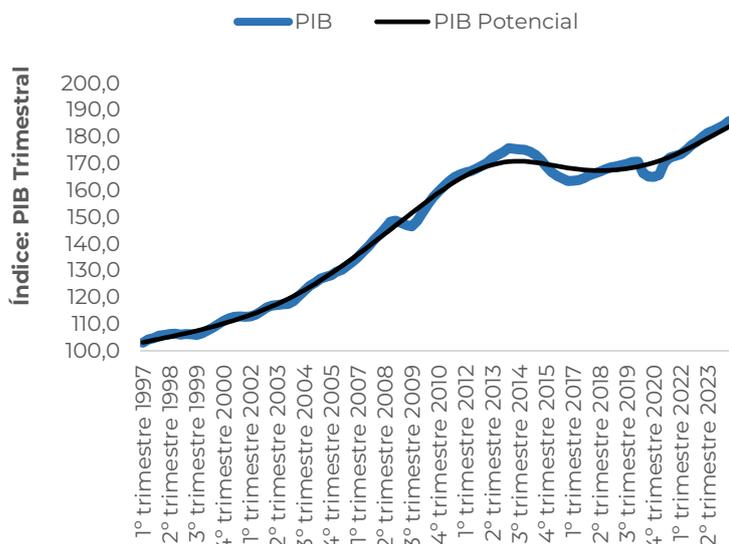
Nesta carta, teremos como foco principal apresentar e discutir os conceitos de produto potencial e hiato do produto e sua importância para a política econômica.

PIB POTENCIAL

O Produto Interno Bruto (PIB) mede a geração de riqueza de um país. Ele pode ser decomposto em dois conceitos fundamentais. O PIB observado pela economia e o PIB potencial.

O importante é entender o conceito do PIB potencial. Ele mede a capacidade de geração de riqueza de uma economia considerando a disponibilidade dos fatores de produção, tais como, os recursos naturais, tecnologia, máquinas e equipamentos e mão de obra. Seria o produto de bens finais e serviços gerados pela fronteira de possibilidades de produção. Ele é conhecido como produto de pleno emprego dos fatores de produção e trata-se de um conceito econômico. Ou seja, quando a economia está operando em seu nível de pleno emprego, o mercado de trabalho encontra-se em equilíbrio e a economia registra uma taxa de desemprego natural.

Neste sentido, uma economia pode registrar uma taxa de desemprego observada menor que a natural, quando o produto observado se torna maior que o produto potencial. Teremos, portanto, um desequilíbrio no mercado de trabalho, com excesso de demanda por mão de obra e pressão de alta nos salários e preços da economia. Atualmente, os dados sobre o PIB brasileiro demonstram um crescimento econômico acima do potencial e um hiato do produto positivo, na ordem de 1,0%. Ou seja, o PIB observado está crescendo em cerca de 1,0% acima do potencial.



Fonte: Rubik Capital e IBGE.

Nota: PIB potencial obtido pelo filtro HP.

A tabela a seguir mostra que a economia brasileira está crescendo com hiato do PIB positivo desde o terceiro trimestre de 2022, isto é, nos últimos 2 anos. Os estímulos fiscais e a forte recuperação do mercado de trabalho vem contribuindo para esse cenário.

Tabela 1 – Estimativas do Hiato do Produto.

Período	Hiato (%)
3º trimestre 2022	0,37
4º trimestre 2022	0,44
1º trimestre 2023	0,87
2º trimestre 2023	1,13
3º trimestre 2023	1,02
4º trimestre 2023	0,92
1º trimestre 2024	0,92
2º trimestre 2024	1,15

Fonte: Rubik Capital e IBGE.

Com isso, é fácil perceber que a 265ª Ata do Copom destacou:

*“10. O Comitê segue avaliando que a atividade econômica e o mercado de trabalho domésticos vêm apresentando maior dinamismo do que esperado, levando a uma **reavaliação do hiato do produto para o campo positivo**. Vários membros enfatizaram que a dinâmica da atividade foi uma dimensão bastante relevante no período recente, enfatizando as surpresas para o Comitê e para os analistas de mercado, tal como retratado na pesquisa Focus. **Esse ritmo de crescimento da atividade, em contexto de hiato agora avaliado positivo, torna mais desafiador o processo de convergência da inflação à meta**. A conjunção de um mercado de trabalho robusto, política fiscal expansionista e vigor nas concessões de crédito às famílias segue indicando um suporte ao consumo e consequentemente à demanda agregada. Em síntese, à luz da atualização dos dados de atividade do período e dos modelos apresentados, **o Comitê concluiu que o hiato está em campo positivo.**”*

Ademais, no Questionário Pré-Copom de setembro de 2024, na questão 6, o Departamento Econômico (Depec) - Banco Central do Brasil (BCB) – coletou das instituições financeiras suas estimativas e projeções do hiato do PIB e concordam estimam que o hiato do PIB está positivo ente 0,5% a 1,2%, no 2º trimestre de 2024. Valor próximo ao estimado pela Rubik Capital.

Questão 6 - Estimativas e projeções de hiato

Hiato

	2º tri 2024	4º tri 2024	4º tri 2025
Percentil 75	1,2	1,0	0,6
Mediana	0,8	0,6	0,3
Percentil 25	0,5	0,2	-0,1
Nº respostas	83	80	80

Fonte: Departamento Econômico (Depec) - Banco Central do Brasil (BCB)

PORTFOLIO DE INVESTIMENTO

O mês de setembro começou com a expectativa global pelo início do ciclo de afrouxamento monetário por parte do Banco Central Americano. Entretanto, as expressivas medidas de estímulo econômico do governo chinês, anunciadas na última semana do mês, ganharam destaque pela sua magnitude, ofuscando parcialmente o efeito do corte de juros pelo FED. O pacote fiscal divulgado pela China tem como objetivo fazer o crescimento do PIB deste ano atingir a meta de 5%, para isso serão emitidos em dívida do governo e injetados na economia 285 bilhões de dólares. O destino principal deste impulso fiscal, da ordem de 1,6% do PIB, são os bancos regionais, o mercado imobiliário e o consumo das famílias.

Como consequência, observamos no mês dicotomia entre os ativos globais, com forte desempenho dos países emergentes, principalmente aqueles ligados à China economicamente, e valorização comedida em países desenvolvidos. Entendemos que esse movimento pode continuar nos próximos períodos nos mercados globais. Especialmente porque a expectativa do mercado era de um afrouxamento mais representativo pelo FED nos próximos meses, entretanto, apesar do corte de juros de 50 *bps*, a mensagem da autarquia é de condução cautelosa da política monetária, isto é, de cortes de 25 *bps* para as demais reuniões do ano.

Localmente o mercado apresentou a mesma segmentação de desempenho, as ações de materiais básicos apresentaram apreciação generalizada, principalmente aquelas ligadas ao minério de ferro que chegou a subir 13% na última semana do mês. Enquanto isso os demais setores da bolsa apresentaram desvalorização relevante, como resultado do expressivo aumento do risco fiscal e piora das expectativas de inflação prospectiva. Consequentemente, apesar da

valorização de ações de *commodities*, o Ibovespa caiu no mês.

Destacamos o aumento do prêmio de risco nos ativos locais, expressa em maior medida na curva de juros, com os títulos do governo local retomando os patamares de IPCA + 6,70% em alguns vértices. Esse movimento é um reflexo da deterioração do ambiente fiscal, com piora significativa no discurso acerca das contas públicas e na retomada da utilização de ferramentas parafiscais para melhorar o resultado fiscal embaixo do arcabouço, sem de fato realizar ajustes de gastos. Vale ressaltar também a condução da política monetária, na qual o Banco Central, em meio à transição de presidentes, iniciou o ciclo de alta da Selic com 25 *bps*, elevação aquém da esperada pelo mercado para convergência das expectativas de inflação.

Neste cenário, aproveitamos do movimento para aumentar nossas posições em títulos públicos locais, além de reduzir a exposição em vértices mais longos da curva de juros americana, ampliando a alocação nos títulos de vencimento mais curto e que tendem a se beneficiar do ciclo de corte de juros do FED. Nos portfólios de renda variável, nos beneficiamos do movimento setorial e entendemos que as empresas exportadoras devem apresentar resultados positivos nos próximos trimestres em função da nova rodada de estímulos da China. Adicionalmente mantemos posicionamento cauteloso com a economia americana, monitorando os dados de atividade econômica e de desemprego para eventuais proteções.