

27/03/2025 10:45:27 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: DESACELERAÇÃO DA ATIVIDADE NÃO NECESSARIAMENTE REDUZ INFLAÇÃO



Esse artigo traz um resumo da 4ª edição do MacroTrends (<https://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/macrotrends04.pdf>), que é um documento elaborado pelo grupo de pesquisadores do MacroLab vinculado a Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (FGV-EESP). O documento tem periodicidade trimestral e traz um resumo dos principais resultados dos modelos desenvolvidos e uma análise da conjuntura econômica com foco no Brasil.

Com relação a atividade econômica, o resultado do PIB de 2024 apresentou um crescimento de 3,4%, sendo o terceiro ano seguido que o PIB surpreende as expectativas no lado positivo. Porém, houve desaceleração no 4º trimestre, com o crescimento sendo apenas de 0,2% e com redução no consumo das famílias depois de treze aumentos consecutivos. Para o 1º trimestre de 2025, há expectativa de alguma recuperação devido ao resultado esperado pela agropecuária no período. O IBC-BR (proxy mensal do PIB) apresentou crescimento em janeiro de 0,89% e um carry-over de 0,5% no trimestre, mesmo com alguns indicadores como serviços, indústria e população ocupada apresentando moderação no crescimento. As estimativas do Focus sugerem um crescimento na casa de 2,0% em 2025. O cenário projetado pelo MacroLab para o PIB é de cerca de 2,5% para o período.

O mercado de trabalho ainda aquecido colocou o hiato do produto no campo positivo na série em que a metodologia consta de um filtro Hodrick-Prescott (HP) para o PIB. O valor do hiato no 24Q4 é de 1,74%. Na outra série, que é uma média ponderada entre a folga no mercado de trabalho e na utilização da capacidade da indústria, o resultado encontrado no 24Q4 é de -0,4%, um pouco abaixo do número positivo apontado pelo Banco Central na ata de março.

Com relação a inflação, o modelo de projeção de inflação desenvolvido pelo MacroLab com apenas informações públicas sugere que a inflação de março deve ficar em 0,56%. Já as projeções do modelo de três equações, que apresenta uma regra de Taylor como caminho para os juros, são reportadas na tabela abaixo. A inflação de 2025 fica ao redor de 5,2%, bastante próxima à prevista pelo Banco Central (5,1%) e abaixo do Focus (5,6%). Para 2026, a inflação fica em 4,2% acima dos 3,9%, valor esperado pelo BCB, e abaixo dos 4,5% do Focus.

Na tabela é projetado o swap Pre-DI de 1 ano ao invés da Selic, pois essa é a variável que tem aderência ao se estimar a regra de Taylor. Para o final de 2025, a taxa do swap está em 14,25% mais baixa do que o esperado pelo Focus (15%). Para 2027, o modelo prevê 13,65%, superior aos 10,5% do consenso. Na tabela abaixo também é possível verificar o hiato do produto. O nível atual dessa variável é de -0,6% e no longo prazo se estabiliza em -1,0% no território contracionista, mostrando que os juros se estabilizaram num patamar alto de 12%. Porém, nem a inflação vai para a meta nem o hiato vai para zero.

28/Mar/2025 10:05

Time	FX	Swap	Inflation	Output Gap
mar/25	5.81	14.26	5.45	-0.59
jun/25	5.70	14.58	5.47	-0.22
set/25	5.70	14.44	5.34	0.03
dez/25	5.70	14.23	5.15	0.30
mar/26	5.70	14.05	4.55	0.53
jun/26	5.70	13.95	4.35	0.60
set/26	5.70	13.90	4.20	0.65
dez/26	5.70	13.87	4.24	0.69
mar/27	5.70	13.84	4.23	0.63
jun/27	5.70	13.81	4.09	0.61
set/27	5.70	13.75	4.14	0.49
dez/27	5.70	13.67	4.08	0.42
mar/28	5.70	13.57	4.01	0.30
jun/28	5.70	13.44	3.96	0.20
set/28	5.70	13.29	3.90	0.11
dez/28	5.70	13.12	3.83	0.04
mar/29	5.70	12.93	3.75	-0.31
jun/29	5.70	12.71	3.66	-0.61
set/29	5.70	12.44	3.56	-0.85
dez/29	5.70	12.17	3.58	-1.05

Mesmo com indicações mais fortes da autoridade nos documentos oficiais e nas manifestações públicas, de que irão perseguir a meta de inflação, salientando o desconforto em relação a desancoragem das expectativas, acreditamos que o BCB irá subir a Selic até 15% ao longo de 2025, ainda que a regra de Taylor aponte 14,58%. Mesmo todo esse aumento ainda é insuficiente para trazer a inflação para o centro da meta. Assim, será uma política monetária bem apertada no longo prazo, com a média dos juros reais até 2029 em 9% acima da projeção dos juros reais de equilíbrio, de 5%, segundo as nossas estimativas.

Em relação as contas fiscais, o grande acontecimento foi a aprovação do orçamento de 2025 só em março. O orçamento, que prevê um superávit de R\$ 15 bilhões, não é considerado muito realista pelos analistas. Foi criticado um aumento de R\$ 11 bilhões na arrecadação baseado em parâmetros de inflação e crescimento econômico pouco prováveis. Além disso, R\$ 168 bilhões de arrecadação estão dependendo de medidas, que ainda não foram aprovadas no Congresso. Há a necessidade de se cortar cerca de R\$ 7 bilhões nos gastos do bolsa-família, e outra despesa ainda não orçada é a de R\$ 12 bilhões do programa pé-de-meia.

Ainda há preocupação com a questão fiscal, principalmente com o crescimento da dívida bruta, mas aparentemente houve uma diminuição do ruído causado pelas contas fiscais. O cumprimento da meta de déficit no ano passado e a possível entrega de um número dentro do intervalo do arcabouço em 2025 pode ser uma das razões para a apreciação do real, que é uma das moedas que mais se fortaleceram em 2025 até agora.

Os pesquisadores do MacroLab, Emerson Marçal e Oscar Simões, atualizaram as estimativas de câmbio de

equilíbrio para o Brasil até dezembro de 2024. Os dados sugerem que o câmbio estava depreciado além do equilíbrio em cerca de 4%. O número é estatisticamente diferente de zero, mas não muito grande em magnitude. O resultado sugere que boa parte do movimento observado no mercado de câmbio ao longo de 2024 era de equilíbrio. Os dados do primeiro trimestre de 2025 sugerem que houve uma correção e que as cotações atuais devem estar muito próximas do equilíbrio.

Nessa quarta edição, o MacroTrends trouxe alguns resultados que mostram que as projeções de inflação estão mais próximas das Banco Central do que as projeções de mercado, mas a nossa regra de Taylor está indicando um nível de juros de 14,25% no final de 2025. A taxa Selic deve subir até 15% no meio do ano, um pouco acima da previsão da Regra de Taylor. No longo prazo, pelo nosso modelo, a Selic cairá menos do que projetado pelo Focus, ficando os juros em cerca de 12%, com a média dos juros reais até 2029 em 9% acima da projeção dos juros reais de equilíbrio de 5%.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.