

Inflação e Crescimento Cedem com Política Monetária Restritiva

Sumário Executivo¹

- A atividade deve perder ritmo no terceiro trimestre com probabilidade alta de queda.
- Modelo para PIB projeta crescimento de 2,3% para 2025 próximo ao consenso de mercado;
- A projeção para a inflação de setembro de 2025 é de 0,58%.
- Regra de Taylor projeta Selic em 13,5% no final de 2026 e espera 12% no longo prazo acima do Focus
- A taxa de câmbio real efetiva estava próxima dos valores dos fundamentos. A estimativa era de uma taxa depreciada em cerca de 4% em junho de 2025.

O MacroTrends é um documento elaborado pelo grupo de pesquisadores do MacroLab vinculado a Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. O documento terá periodicidade trimestral e trará um resumo dos principais resultados dos modelos desenvolvidos e uma análise da conjuntura econômica com foco em Brasil.

Atividade Econômica

O resultado do PIB do 2o trimestre 2025 apresentou um crescimento de 0,3%, sendo o décimo sexto resultado positivo seguido na série trimestral com ajuste sazonal, melhor sequência ininterrupta de crescimento da série que começa em 1996. O resultado mostra desaceleração em relação ao 1o trimestre quando o crescimento foi de 1,3% contando forte contribuição da agropecuária e dos investimentos, setores que reverteram na tendência em seguida. Para o 3o trimestre de 2025, há expectativa de crescimento negativo com o IBC-BR, proxy mensal do PIB, apresentando 3

¹Este documento foi elaborado por Emerson Marçal, Marcelo Kfoury Muinhos, Carlos Goes Mascarenhas Filho e Oscar Simões. As opiniões e análises aqui apresentadas são exclusivas dos autores e não representam necessariamente as da Fundação Getulio Vargas

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

resultados negativos mensais consecutivos de maio a julho e tendo um carregamento estatístico negativo de cerca de 1,1%. Para o ano de 2025 crescimento esperado é de cerca de 2,3%.

Com relação ao crédito, há alguma moderação com o crédito total crescendo 1,8% em agosto em relação ao mesmo mês do ano passado, depois de estar crescendo cerca de 4,2% no princípio do ano, sendo ainda maior a desaceleração no crédito livre (0,6%). Já os spreads das pessoas físicas no segmento livre estão 4 p.p na taxa anualizada acima do que quando houve início do processo de alta da Selic em agosto, que também pode estar subindo devido ao aumento da inadimplência e do comprometimento de renda das famílias. O spread estava em agosto de 2025 em 44,5% no crédito livre na pessoa física. Essa redução do crédito, que é saudável numa circunstância de aperto das condições monetárias, ainda está sendo contra-arrestada pelo crédito consignado para os trabalhadores CLT, que cresceram fortemente após o término da exigência de destinar recursos para quitação de débitos anteriores.

O mercado de trabalho encerrou o trimestre móvel de agosto de 2025 com uma taxa de desemprego de 5,6%. que é a menor desde o início desse indicador em 2012. A taxa ajustada pela sazonalidade se encontra em 5,7% também recorde de baixa. O rendimento médio do trabalhador apresentou uma alta de 3,3% em relação ao mesmo período do ano anterior e a população ocupada recuou 0,2% em relação ao mês anterior. O mercado de trabalho continua aquecido com incipientes sinais de arrefecimento, dificultando a queda da inflação, principalmente a inflação de serviços.

O mercado de trabalho ainda aquecido colocou o hiato do produto no campo positivo na série que a metodologia consta de um filtro Hodrick-Prescott (HP) na série do PIB, o valor do hiato no segundo trimestre de 2025 é de 1,6%. A 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 terceiro trimestre de 2025 é de -0,2%, um abaixo do número positivo de 0,7% apontado pelo Banco Central no relatório de política monetária de setembro de 2025.

Uma nota sobre o ritmo de crescimento do PIB

Existem várias formas de realizar a decomposição entre ciclo e tendência. Em geral tais decomposições são interpretadas como produto potencial e ciclo. A mais popular é a proposta por Hodrik e Prescott. Uma forma alternativa de realizar tal decomposição é dada por um modelo de espaço-estado de tendência local com um termo autoregressivo estacionário e sazonalidade.

A Figura 5 mostra o resultado da decomposição do PIB com dados até o segundo trimestre de 2025. O primeiro mostra a evolução da tendência. O segundo gráfico mostra a taxa de crescimento da tendência ponto a ponto. Por fim o terceiro gráfico tem o comportamento cíclico.

A análise do segundo gráfico mostra que a taxa de crescimento da economia vinha se acelerando ao longo do período pós-pandemia e agora mantém-se num patamar alto e estável. Na ponta o país estaria crescendo num ritmo de 3,1% nos valores anualizados até o segundo trimestre de 2025. As estimativas do Focus sugerem um crescimento na casa de 2,2% em 2025 no acumulado em doze meses. O cenário projetado pelo MacroLab para o PIB é de cerca de 2,3% para 2025.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

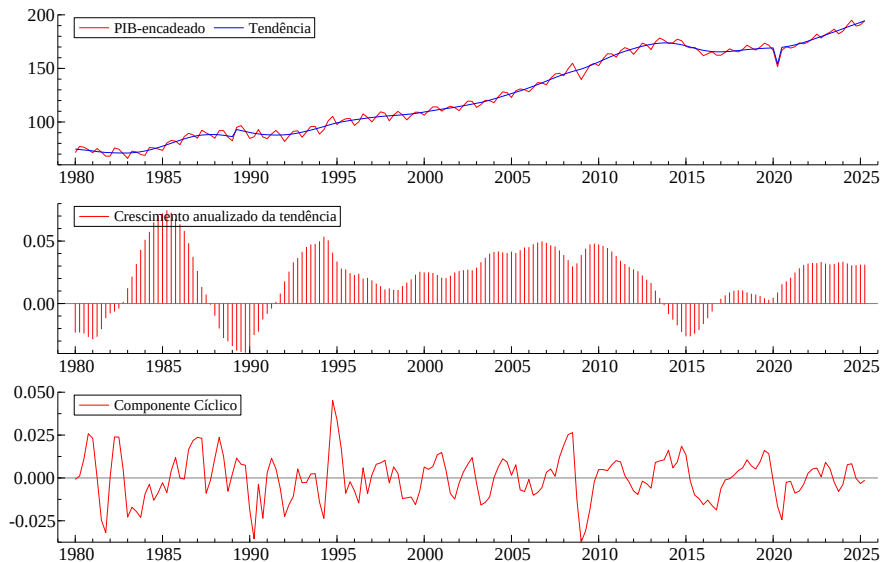


Figura 1: Decomposição Ciclo-Tendência - Modelagem espaço-estado.

Inflação e Política Monetária

A inflação de agosto foi de -0,11%, acumulando 5,13% em 12 meses terminados em junho, acima do limite superior de tolerância das metas de inflação. A inflação de agosto confirmou uma tendência baixista com queda nos preços dos alimentos no domicílio e nos monitorados. A inflação de setembro deve retornar a trajetória ascendente devido a reversão do bônus de Itaipu e a vigência da bandeira vermelha 2. O modelo de projeção de inflação desenvolvido pelo Macrolab com apenas informações públicas sugere que a inflação de setembro deve ficar em 0,58% e no ano em 4,86%.

As projeções do modelo de três equações, que apresenta uma regra de Taylor como caminho para os juros, são

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

reportadas na tabela abaixo. O modelo desenvolvido por mim também aponta uma inflação de 4,9% para 2025 e 4,1% para 2026, o que está bem próxima as expectativas de mercado e bem acima bem acima para 2026 (3,6%). Já no médio prazo, a inflação, projetada pelo modelo de 3 equações tende a cair gradualmente até atingir 3,5% em 2029, ainda acima das metas de inflação de 3%. Na tabela abaixo, também é possível verificar o hiato do produto. O nível atual dessa variável é de -0,2% e no longo prazo se estabiliza em -1% no território ligeiramente contracionista, mostrando que os juros se estabilizaram num patamar alto de 12%, porém nem a inflação vai para a meta bem como o hiato não vai para zero.

Tempo	FX	Swap	Inflação	Hiato do Produto
Mar-25	5.80	14.53	5.50	-0.78
Jun-25	5.62	14.20	5.36	0.22
Sep-25	5.53	14.02	5.27	-0.31
Dec-25	5.30	13.86	4.96	0.00
Mar-26	5.30	13.67	4.22	0.26
Jun-26	5.30	13.57	4.12	0.37
Sep-26	5.30	13.54	3.92	0.46
Dec-26	5.30	13.52	4.12	0.54
Mar-27	5.30	13.52	4.18	0.51
Jun-27	5.30	13.51	4.07	0.52
Sep-27	5.30	13.47	4.13	0.43
Dec-27	5.30	13.41	4.03	0.38
Mar-28	5.30	13.33	3.98	0.28
Jun-28	5.30	13.23	3.93	0.19
Sep-28	5.30	13.11	3.89	0.11
Dec-28	5.30	12.97	3.82	0.05
Mar-29	5.30	12.79	3.75	-0.29
Jun-29	5.30	12.59	3.66	-0.59
Sep-29	5.30	12.34	3.56	-0.83
Dec-29	5.30	12.08	3.58	-1.02

Tabela 1: Cenários das principais variáveis Macro

O modelo cujos resultados se encontram na tabela acima apresenta mais do que 3 equações, pois há uma

estimação para a expectativa de inflação. Interessante observar que os resultados desse modelo em termos de projeção das expectativas fica ao redor de 3,5% no horizonte de projeção. Essas estimações das expectativas são a chave para a inflação não convergir para a meta de 3%. A principal razão apontada pelos especialistas de política monetária para a não conversão é a incerteza associada à política fiscal.

Considerando que o próprio Banco Central fez enfática defesa da manutenção dos juros no patamar de 15%, fica muito improvável que o ciclo de relaxamento monetária se inicie ainda em 2025. A principal justificativa ao nosso ver para retardar o ciclo de corte é as projeções de inflação ainda acima da meta de 3% em 2026. Portanto, a nossa expectativa é de que o início do afrouxamento monetário seja no primeiro trimestre do próximo ano, quando o Banco Central começar a analisar as projeções de inflação de 2027 que já estão bem próximas da meta em 3,2% no final desse ano. De qualquer maneira, baseando-se no modelo de 3 equações, a projeção para os juros de 1 ano à frente, com base na regra de Taylor, é de 13,5% em dezembro de 2026. No médio prazo, essa regra projeta uma estabilização em torno de 12%, acima do consenso de mercado de 10%.

Política Fiscal

O cenário fiscal segue sem alterações relevantes. O deficit fiscal está próximo de zero (0,2% do PIB em 12 meses) e deve ser cumprida a meta de primário contida no arcabouço fiscal. As despesas primárias da governo central estão em 18,7% do PIB, com aumento na margem devido ao pagamento de R\$35 bilhões em julho, que são excluídos para o cálculo do deficit anual. Uma crítica recorrente é o equilíbrio das contas públicas ocorre devido ao aumento de impostos feito de maneira consistente e continua. Em agosto de 2025, o aumento real da receita líquida do governo federal foi de cerca de 10% em relação ao mesmo mês do ano passado. No acumulado em 12 meses até agosto de 2025, a receita líquida foi de 18,4% do PIB contra 18% no ano passado.

A principal crítica ao arcabouço fiscal é a sua falta de preocupação com a estabilização da relação dívida/PIB.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

Segundo as nossas contas seria necessário um superavit acima de 2% do PIB para a dívida parar de crescer em relação ao PIB. Conforme pode ser visto no gráfico abaixo a dívida bruta cresceu de 73,8% de dezembro de 2023 para 77,5% em agosto. Segundo o sistema de expectativas do Focus, a dívida bruta deve encerrar o governo Lula 3 em 84% do PIB, portanto, um crescimento de cerca de 10 p.p. em 4 anos, o que pode ser caracterizado como um crescimento explosivo.

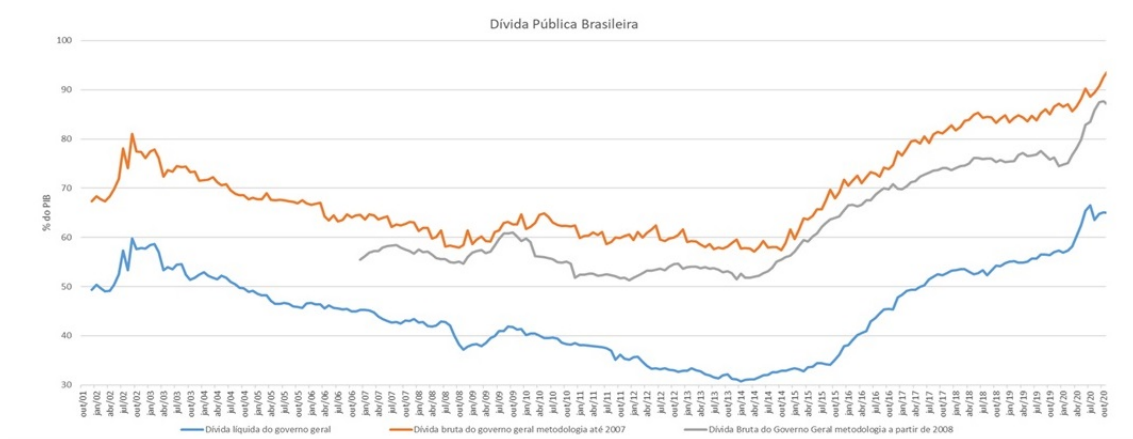


Figura 2: Dívida Líquida e Bruta.

Câmbio

O mercado de câmbio brasileiro ao longo de 2025 esteve pressionado na direção de depreciação da taxa de câmbio. A taxa de câmbio nominal real por dólar ao final de março era 4,99 reais e ao final de dezembro operava acima de 6,18. Tais números geraram uma depreciação na casa de dois dígitos, num período muito curto. Esse movimento também se refletiu na taxa de câmbio real efetiva, ou seja, quando se leva um conjunto amplo de moedas.

Esse movimento observado em 2024 foi sendo revertido em 2025. O dólar se depreciou frente a um conjunto de

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

moedas que incluiu o Real. Houve uma revalorização da taxa de câmbio real efetiva também, mas menor que a revalorização bilateral real por dólar.

Os pesquisadores do Macrolab atualizaram as estimativas de câmbio de equilíbrio para o Brasil até junho de 2025. Os dados sugerem que o câmbio estava depreciado além do equilíbrio em cerca de -4%. O número não é estaticamente diferente de zero.

Ao longo de 2025 a taxa de câmbio vem se mantendo ligeiramente abaixo do equilíbrio a ponto de no mês junho não ser possível descartar a hipótese de que a taxa de câmbio está em seus fundamentos. O valor da taxa real por dólar ao final de setembro de 2025 estava um pouco mais apreciado com relação à observada em junho de 2025.

As estimativas do modelo do MacroLab sugerem que não há grandes desequilíbrios cambiais. Por fim o resultado de transações correntes vem se consolidando num patamar mais deficitário com relação ao prevalecente durante e imediatamente antes da pandemia. O valor ajustado sazonalmente pelo MacroLab para o déficit em transações correntes é de 2,5% em agosto de 2025, uma melhora frente aos meses anteriores. O resultado acumulado em doze meses está próximo a 3,2%.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

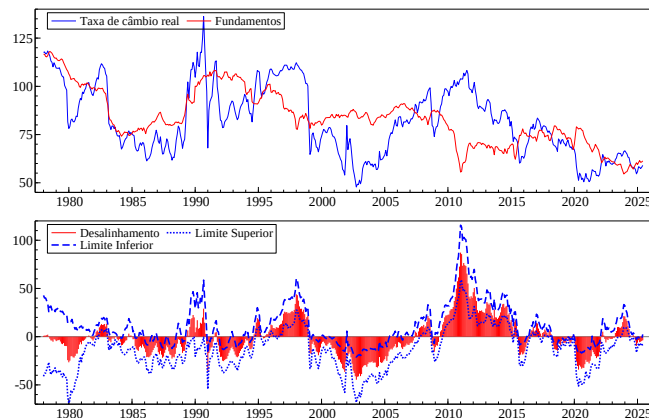
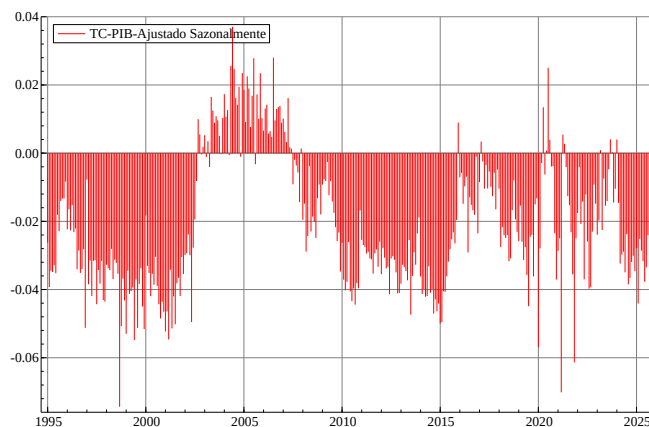


Figura 3: Desalinhamento Cambial estimado e as respectivas bandas de confiança



Fonte: BCB e ajuste sazonal feito Macrolab

Figura 4: Saldo em transações correntes mensal - ajustado sazonalmente

Economia Internacional

Após um primeiro semestre marcado pela expectativa de um forte choque de oferta, decorrente da elevação das tarifas comerciais além do inicialmente previsto pelo mercado para a administração Trump, a economia norte-americana apresentou um desempenho surpreendentemente resiliente, com crescimento robusto e dinâmica inflacionária bastante benigna ao longo do segundo trimestre do ano. No terceiro trimestre de 2025, contudo, o crescimento começa a refletir os efeitos cumulativos dessas restrições sobre os fluxos de comércio e aumentos nos custos de produção. A leitura dos principais indicadores antecedentes e coincidentes sugere que a economia americana caminha para um cenário de desaceleração controlada, mas com aumento da assimetria dos riscos. Mantém-se o cenário base a hipótese de desaceleração sem recessão, com probabilidade de 65%, mas a elevação das chances de uma recessão técnica para 25% reflete o aumento da vulnerabilidade da economia frente aos choques de política comercial e à deterioração fiscal.

O mercado de trabalho, usualmente um indicador coincidente do ciclo, começou a mostrar sinais claros de desaceleração, com a média móvel trimestral de criação de empregos privados caindo de 100 mil em março para 52 mil em julho. Essa dinâmica está coerente com um crescimento real inferior ao potencial, estimado em cerca de 1,8% ao ano, o que sugere que o hiato do produto começa a se abrir gradualmente.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

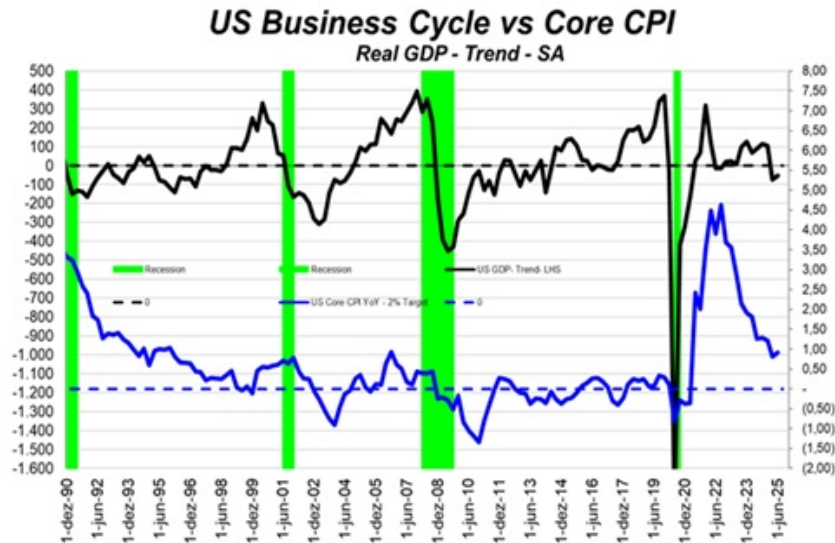


Figura 5: Ciclo Econômico e núcleo de inflação.

A análise da composição do núcleo da inflação (Core CPI) revela uma divergência entre bens e serviços. O segmento de serviços essenciais mantém uma trajetória desinflacionária, sustentada pela moderação dos salários, estabilidade dos aluguéis e desaceleração dos custos de serviços profissionais. Por outro lado, os bens industriais (Core Goods) apresentam reaceleração de preços, refletindo o repasse parcial das tarifas sobre importações e a reorganização das cadeias produtivas. Esse padrão sugere um ajuste de preços relativos, mais do que uma pressão inflacionária generalizada. Como resultado, a inflação de núcleo permanece, por ora, ancorada, reforçando a percepção de que não há necessidade de novos aumentos de juros. Caso a tendência se confirme, o Federal Reserve poderá continuar um processo de cortes graduais na taxa básica a partir do segundo semestre de 2025, buscando normalizar as condições financeiras sem comprometer o processo de desinflação.

MacroTrends

MacroLab - São Paulo School of Economics

O desequilíbrio fiscal americano continua sendo o principal risco. O déficit atual, em torno de -6,75% do PIB, é elevado para um contexto de pleno emprego relativo e representa um desafio estrutural à sustentabilidade da dívida pública. A aprovação do pacote fiscal denominado “One Big Beautiful Bill”, que torna permanentes os cortes de impostos de 2017, amplia isenções fiscais, aumenta gastos com defesa e imigração e reduz programas sociais, agravando ainda mais o quadro atual de desequilíbrio.

Segundo o Congressional Budget Office (CBO), o pacote adicionará entre US\$ 2,4eUS\$ 3,8 trilhões ao déficit ao longo da próxima década, ampliando o risco de crowding-out (expulsão do investimento privado) e pressão sobre as taxas de juros longas. Esse quadro fiscal gera incerteza quanto à trajetória da dívida, eleva o prêmio de risco soberano e pode restringir o espaço de política contracíclica futura. Em nível dos mercados financeiros globais, a falta de um ajuste da política fiscal americana poderia provocar tensões nos mercados emergentes e reprecificação de ativos de risco.

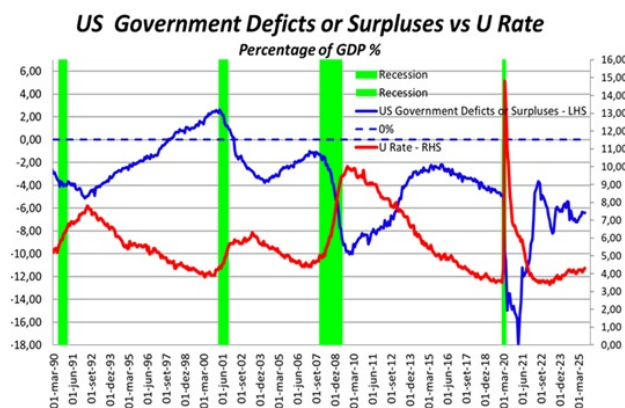


Figura 6: Déficit Primário e Desemprego - Estados Unidos.