

03/10/2024 10:00:37 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: ESTIMAÇÕES PARA O HIATO DO PRODUTO



O hiato do produto é uma variável não observável muito importante na política monetária de metas para a inflação. Ela mede em que posição estamos no *business cycle*, mais precisamente se a economia está aquecida ou abaixo do potencial. Essa é a variável que entra atualmente na curva de Phillips ao invés do desemprego. Portanto, o canal de transmissão da política monetária via demanda agregada passa pelo hiato do produto. Ao se subir os juros, o hiato do produto é negativamente afetado e, conseqüentemente, uma economia mais reprimida diminui a inflação. Esse artigo trata de algumas estimações com diferentes metodologias do hiato do produto.

Uma primeira abordagem muito comum para estimar o hiato do produto é regredir o PIB contra uma tendência linear. No caso brasileiro, dada a queda de 7% do PIB em 2015 e 2016, fica difícil ajustar uma tendência com essa quebra e o hiato resultante fica irrealisticamente negativo na margem. Na verdade, a tendência linear é um caso especial do filtro Hodrick-Prescott, que separa os movimentos de alta e baixa frequência, sendo o hiato exatamente o componente da série de alta frequência. Uma modificação relevante a ser feita é estender a série para evitar o viés para zerar o hiato no início e no final da amostra. A extensão

é feita colocando as projeções de crescimento do PIB do Focus do BCB.

Uma outra metodologia é que eu mais uso e se trata de uma derivação do hiato do produto a partir de uma função de produção Cobb-Douglas. Essa abordagem é baseada em Muinhos e Alves (2003). A função de produção efetiva é subtraída de uma de pleno emprego. Ao se desconsiderar variações na produtividade, o resultado é uma média ponderada entre o hiato do desemprego e o hiato da capacidade instalada na indústria.

$$h_t = \alpha_t \cdot [\ln(uci_t) - \ln(uci_{pe})] + (1 - \alpha_t) \cdot [\ln(1 - u_t) - \ln(1 - \bar{u})]$$

O UCipe é uma capacidade instalada de pleno emprego, que é derivado se passando o filtro de Hodrick-Prescott na UCI. Se faz a mesma coisa para achar o NAIRU, que é o desemprego que não gera inflação, passando o Hodrick-Prescott na série de desemprego. Eu opto também em gerar uma série alternativa que ao invés de utilizar o Hodrick-Prescott durante a recessão de 2015 e 2016 se utiliza da média histórica em parte da série. Essa opção coloca o hiato negativo no governo Dilma II.

A figura abaixo mostra os 3 hiatos:

- O Hodrick-Prescott estendido, que tem um resultado positivo de 1,2% no 2º trimestre de 2024. No gráfico, esse hiato se chama HIATO_MKT27SA

- O hiato com a média ponderada entre a folga no mercado de trabalho e na capacidade da indústria. A correlação com o hiato anterior é de 85% e ele se chama HIATO0824PNADR

- O mesmo anterior com alteração no período 2015-2016. Ele tem correlação de aproximadamente 65% com os anteriores e se chama HIATO0824PNAD. Esses dois últimos apresentam o mesmo resultado na margem com um hiato positivo de 0,3% no 3º trimestre de 2024. Na verdade, os dois hiatos são iguais antes de 2014 e depois de 2022.



Interessante observar que o resultado dos modelos da média ponderada está virtualmente igual ao resultado de 0,5% positivo, apresentado pelo Banco Central do Brasil no último relatório de inflação em setembro. Segundo o Copom, o aumento da projeção de inflação resultou principalmente da atividade econômica mais forte que o esperado, que levou a uma elevação no hiato do produto estimado, da depreciação cambial e do aumento das

expectativas de inflação. Esse aumento foi a principal razão para a elevação da taxa de juros pelo Copom. As projeções de inflação divulgadas no Copom estão em 4,3% em 2024 e de 3,7% em 2025 em linha com o consenso do mercado para esse ano e ligeiramente abaixo para o próximo ano. Segundo o RI, a probabilidade de se romper o teto da meta esse ano é de 36% e 28% em 2025.

As minhas próprias projeções de inflação, incorporando o hiato do produto da média ponderada com alteração (HIATO0824PNAD), estão exatamente iguais ao do COPOM para esse ano e ligeiramente mais baixas em 3,6% para o próximo ano. Pode-se tentar simular quais seriam as trajetórias dos juros endogenamente, aplicando a chamada regra de Taylor. Eu utilizo as expectativas endogenamente calculadas para o exercício de definir os juros que colocam a inflação perto da meta em 2027. Os juros de um ano à frente terminam o ano em 11,75%, passam para 11,22% no final de 2025 e se estabilizam ao redor de 9,5% em 2028, ligeiramente mais alto do que o Focus projeta.

Esse artigo apresentou algumas simulações de hiato do produto, com resultados bem próximos aos encontrados pelo BCB. A Selic, pela regra de Taylor, fecha o ano de 2024 em 11,75% e se estabiliza em 9,5%. Segundo a modelagem apresentada acima, não há necessidade do Copom acelerar a alta de juros na próxima reunião em novembro, estimando os juros fechando o ano em 11,75%.

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*