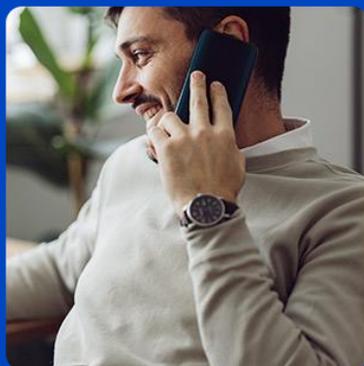


Relatório Econômico

# Defasagens

# longas e variadas

Porto Asset  
Management



Junho - 2025

A autoridade monetária retomou o ciclo de alta de juros em setembro de 2024. Desde então, foram 425 pontos base de elevação da taxa Selic. O Banco Central espera que este nível aperto monetário se traduza em contração da demanda agregada à frente e, conseqüentemente, convergência da inflação para a meta.

Na última atualização do modelo de pequeno porte, divulgado no Relatório Trimestral de Inflação de junho de 2024, vemos que o aumento da taxa Selic esperada leva, tudo mais constante, a uma redução do hiato do produto. Esta dinâmica está presente na curva IS do modelo. Já na curva de Phillips poderemos observar o impacto do hiato sobre a inflação. Tudo mais constante, tem-se uma redução da inflação de preços livres em consequência da redução do hiato do produto.

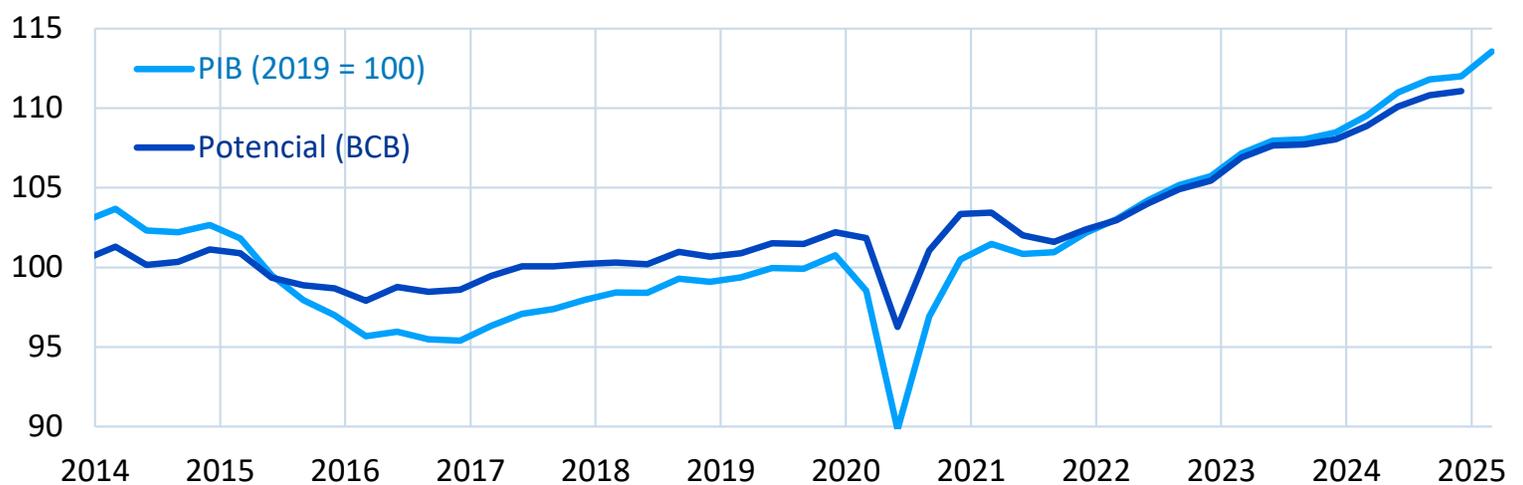
Nosso cenário não contempla altas adicionais da taxa Selic neste ciclo. Conseqüentemente, e à luz da convicção da autoridade monetária em torno de uma forte desaceleração da economia, questiona-se se este arrefecimento deve efetivamente se materializar, em qual magnitude e sua consequência para a inflação.

Ao começo do ano, dados de alta frequência sugeriam que a economia brasileira ingressava em 2025 operando em um ritmo menor de atividade. Para o Banco Central, com a pressão sobre a inflação e a desancoragem das expectativas, esta desaceleração era bem vinda, ainda que se materializasse antes do antecipado.

No entanto, os dados do final do primeiro trimestre não corroboraram esta hipótese. Vimos, por exemplo, forte avanço da produção industrial, das vendas no varejo e do volume de serviços no mês de março.

## PIB

Fontes: IBGE, BCB, Porto Asset Management



A mensagem foi reforçada com a divulgação do PIB do primeiro trimestre, ocorrida na última sexta-feira (30/05). Com crescimento de 1,4% e composição interna que mostra força que não se limita ao setor agropecuário, fica evidente que a atividade econômica não recuou conforme temido no começo de 2025.

O carregamento estatístico do PIB aponta para 2,2% de crescimento no ano, evidentemente acima do esperado pelo Copom em um ambiente de ampla restrição monetária.

Este desempenho positivo do PIB ocorre mediante um cenário global incerto, consequência direta da alteração na política comercial norte-americana. Não se pode descartar a possibilidade de que uma intensa desaceleração externa leve a uma deterioração das contas nacionais.

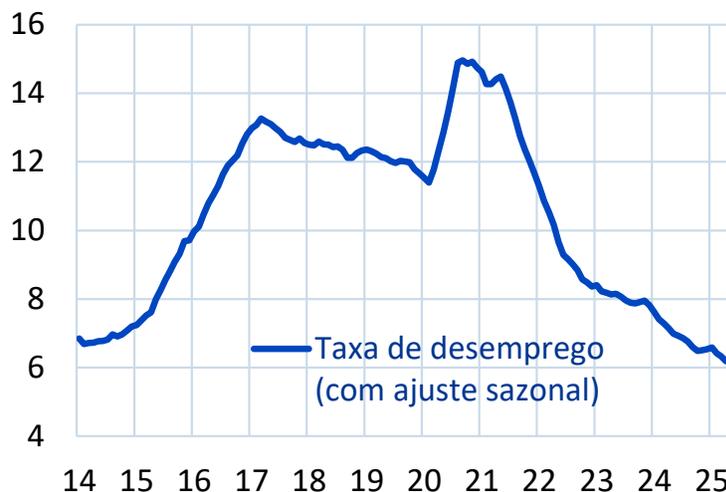
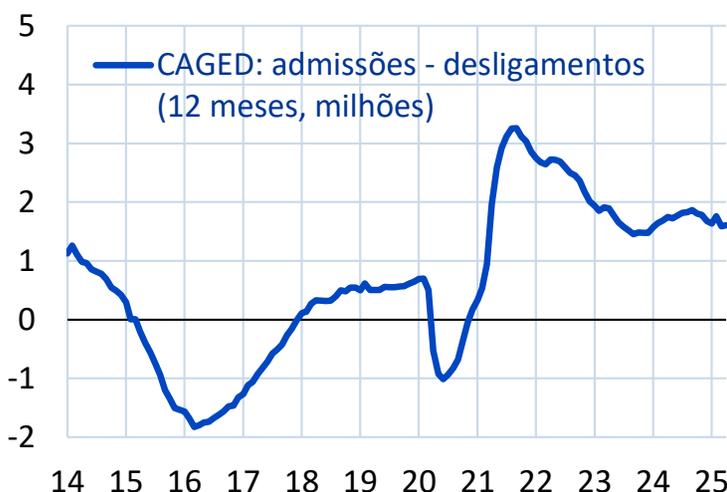
Nota-se, no entanto, que a desaceleração ainda não se materializou de forma inequívoca. A redução (parcial e temporária) das tensões comerciais entre EUA e China também sugere que o impacto na atividade global possa ser menor do que a temida no começo de abril.

Apesar deste risco real, a perspectiva da atividade à frente é alvissareira. Como a política monetária tem caráter prospectivo, o fato de a atividade permanecer sustentada tem teor informacional relevante. São diversos indicativos de uma economia mais forte do que antecipado.

Nota-se, por exemplo, que os indicadores do mercado de trabalho referentes ao mês de abril (CAGED e PNAD) mostram tanto um robusto saldo de vagas criadas do mês, como também uma taxa de desocupação em patamar historicamente baixo, quando considerada a sazonalidade do mês.

## Mercado de trabalho

Fontes: MTE, IBGE, Porto Asset Management



A renda das famílias corrobora a perspectiva de mercado de trabalho aquecido. Ademais, a implementação de novos programas de crédito sugere que a reversão esperada nas novas concessões, um dos canais de transmissão da política monetária para a atividade, pode não se materializar no futuro próximo. Ou seja, prevalece um ambiente em que a renda das famílias fica sustentada. Consequentemente, o consumo deve permanecer robusto no curto prazo. Logo, os 2,2% de crescimento no ano sugeridos pelo carregamento estatístico ficam naturalmente enviesados para cima.

A política fiscal pode explicar parte deste crescimento do PIB superior ao esperado. Porém, a execução orçamentária do começo do ano sugere que o impulso fiscal está menor agora do que foi nos últimos dois anos. De toda forma, o acúmulo de transferência durante o biênio mencionado elevou de forma substancial a renda no mesmo período e ajuda a sustentar o consumo.

Um fator adicional a considerar é a defasagem da política monetária. Ou seja, existe a possibilidade de que a atividade econômica ainda não tenha desacelerado simplesmente porque o aumento da taxa Selic não ocorreu há tempo o suficiente para que seus diversos canais de transmissão tenham sido sensibilizados.

Este argumento é difícil de ser refutado. Como cunhou Milton Fridman ao discutir o exemplo dos EUA na década de 70, a política monetária atua sobre a atividade econômica com defasagens longas e variadas.

Não se pode descartar a hipótese de que ocorra uma desaceleração da atividade econômica à frente. A favor deste argumento pesa a já mencionada divulgação das estatísticas de crédito do Banco Central na quinta-feira (29/05). Nela vemos avanço tanto da inadimplência como também dos juros cobrados em novos empréstimos. Ambas são consequências esperadas da política monetária mais apertada e podem impactar na demanda agregada.

Há de se considerar o risco associado à elevação do IOF anunciada pelo governo ao final do mês de maio. A decisão da Fazenda impacta diretamente o crédito na economia. Em um ambiente de juros já elevados, não se pode descartar a hipótese de elevação na inadimplência.

No entanto, o aumento do IOF não é equivalente a aumento da taxa Selic. O primeiro é um imposto regulatório sob comando da Fazenda (ainda que este aumento tenha objetivo arrecadatório expresso), enquanto a segunda é política monetária e atua sob distintos canais na demanda agregada da economia. Ou seja, há um risco ao crédito, mas isto não compensa atuação na política monetária.

Mesmo durante o último ciclo de alta, o efeito dos juros mais elevados sobre a atividade não somente tardou a se mostrar, como também ficou aquém do que era antecipado.

Por exemplo, entre o fim do último ciclo de altas da taxa Selic (T2 2022) e o início do ciclo de cortes (T3 2023), a taxa de desocupação medida pela PNAD caiu de 8,90% para 8,00%, ainda que tenha subido durante o primeiro trimestre de 2023.

## Inadimplência e juro real

Fontes: BCB, Porto Asset Management



Um motivo relevante que ajuda a explicar a resiliência da atividade durante o último ciclo e este é a elevação da taxa de juro real neutra. Esta taxa não é diretamente observável nos dados e tem de ser estimada através de modelos econométricos.

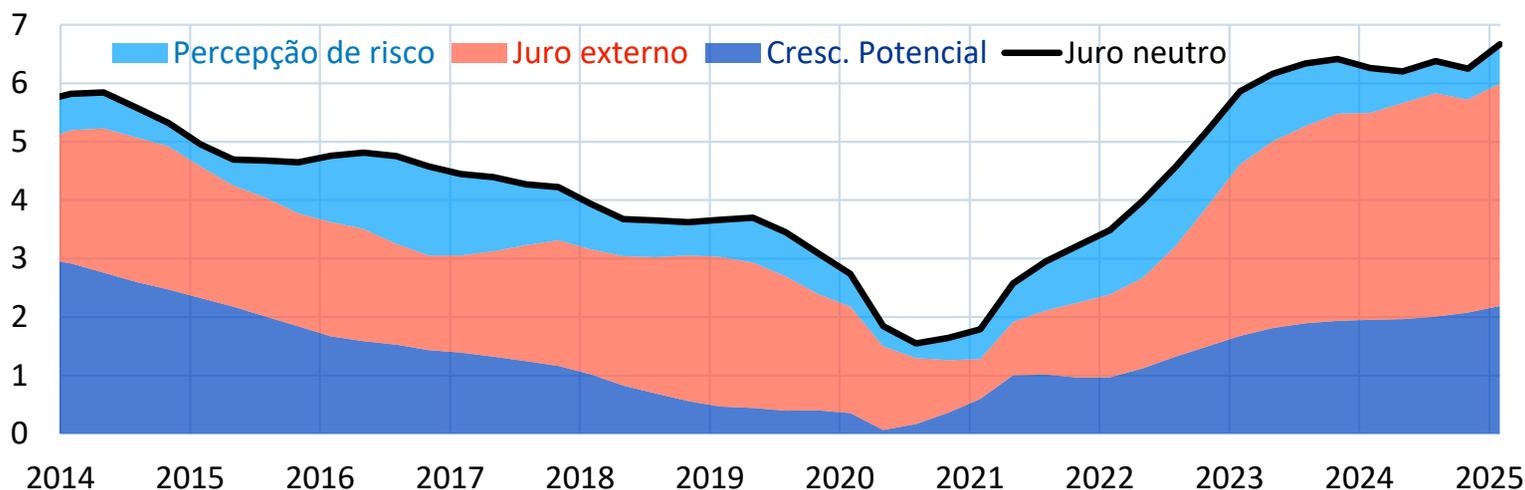
Para intuir o efeito da política monetária sobre a atividade, temos de somar a taxa de juro real neutra à expectativa de inflação e comparar este número à Selic. Se a Selic estiver acima desta soma, então o juro nominal será restritivo e levará, tudo mais constante, à desaceleração da atividade. Por outro lado, se a Selic estiver abaixo do valor da soma, então a política monetária estará em patamar expansionista e contribuirá para a aceleração da atividade económica.

O modelo proprietário da Porto Asset para a taxa de juro real neutra entrega uma estimativa próxima a 6,7%<sup>1</sup>. Somando-se isto à nossa projeção de inflação de 5,8% para 2025 e 5,0% para 2026, temos um patamar de juro neutro nominal de 12,3%.

Por esta métrica, a Selic somente ultrapassou o patamar neutro de forma substancial na primeira reunião do Copom deste ano. Ao final de maio, os preços de mercado mostram a Selic esperada um ano à frente abaixo de 14%.

## Juro real neutro

Fonte: Porto Asset Management



A julgar pelos preços de mercado, o período total no qual a taxa Selic ficará em patamar restritivo é curto para padrões históricos. Ciclos anteriores mostraram restrição monetária da ordem de 250-400 pontos base mantida durante ao menos quatro trimestres para que a atividade econômica fosse sensibilizada de forma sustentável. A curva de juros futuros não é consistente com esta observação. Assim, a política monetária atualmente precificada não atuará com grande força contra a exuberância do ciclo econômico. A retomada recente de indicadores de setoriais de confiança corroboram esta hipótese.

Sem este impacto baixista na atividade econômica, também não se deve confirmar uma forte reversão da trajetória de abertura do hiato do produto. Na ótica do modelo de pequeno porte do Banco Central, isto impacta diretamente na manutenção de pressão da atividade sobre a inflação de preços livres.

<sup>1</sup> Isto encontra-se substancialmente acima do estimado pela autoridade monetária, cuja mediana dos modelos indica taxa real neutra de 5%

Não ocorrendo a desaceleração contundente da atividade, então também não ocorre a desinflação de preços livres causada por esta (ainda que possa ocorrer por outros motivos, como será visto abaixo). Na ausência de choques baixistas, a inflação seguirá em trajetória acima do consistente com o centro da meta.

Somado a avaliação da atividade econômica pujante e a constatação de que a inflação realizada está acima da meta, destaca-se também as expectativas de inflação desancoradas. Ou seja, o cenário base não permite cortes de juros no curto prazo.

Assim, persistirá a avaliação de que a atividade pode desacelerar à frente. Somado ao ciclo político, isto leva à possibilidade que tanto o impulso fiscal pode voltar a ser positivo, como preocupações relacionadas à dinâmica da dívida pública podem ressurgir. Em se confirmando, o prêmio de risco de ativos domésticos volta a subir. Como visto ao final do ano passado, a consequência direta é deletéria para o câmbio e a inflação.

Existe, naturalmente, a possibilidade que isto não se confirme. Em um cenário otimista, o ambiente global de dólar fraco permite apreciação adicional e sustentada da taxa de câmbio, o que leva a menor pressão inflacionária através de queda dos preços de bens industriais.

Considerando-se os parâmetros do modelo do Banco Central de sua última divulgação, uma taxa de câmbio de BRL/USD 5,50 produziria inflação de 3,4% em 2026.

Com este câmbio, ao extrapolar esta projeção para o momento em que a autoridade monetária estiver mirando o primeiro trimestre de 2027, poder-se-ia imaginar um ambiente que efetivamente abra espaço para um ajuste gradual da política monetária.

Fica patente o argumento presente ao final do comentário macroeconômico passado. Mantendo-se nossa projeção de PIB resiliente durante o ano, com crescimento acima do potencial, o câmbio é a variável chave. A desinflação oriunda de preços industriais mais baixos pode beneficiar a dinâmica do IPCA e a trajetória da Selic, mas este não é o cenário base.

	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
PIB var. acum. %	3,0	2,9	3,4	2,5 (2,0)	1,5 (1,5)
IPCA var. acum. %	5,8	4,6	4,8	5,8 (5,8)	5,0 (5,0)
BRL R\$/US\$, dez.	5,22	4,84	6,19	6,25 (6,25)	6,35 (6,35)
Selic %, dez.	13,75	11,75	12,25	14,75 (14,75)	14,75 (14,75)

(p): atual (anterior)