



Estudo Julho 2025

Pressão da Demanda e Alta de Juros: O
Xadrez da Inflação no Brasil



Contexto Brasil

Apesar da política monetária altamente restritiva — com Selic em 15% a.a. e juros reais ex-ante (Swap-DI descontado da expectativa de inflação 12 meses à frente) em 9% a.a. —, a inflação acumulada em 12 meses até junho (IPCA de 5,35%) segue acima da meta de 3%. Na carta enviada ao Ministério da Fazenda, o Banco Central atribuiu o desvio da inflação principalmente a fatores de demanda (45% do desvio, considerando hiato do produto e expectativas), somados a componentes inerciais (0,69 p.p.), câmbio depreciado (0,46 p.p.) e bandeira tarifária de energia (0,27 p.p.).

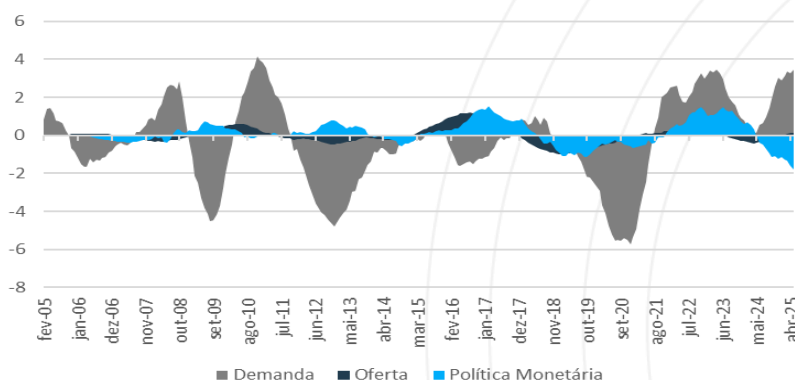
No lado da atividade, os efeitos da política monetária começam a aparecer de forma desigual: há desaceleração em setores sensíveis a juros, como construção civil, indústria de transformação e comércio. Porém, o setor de serviços, responsável por 60% do PIB, mantém crescimento sólido, o que explica a pressão da demanda.

Diante desse quadro, o BC sinaliza a necessidade de manter os juros em patamar restritivo por um período bastante prolongado, até que haja sinais consistentes de desaceleração da inflação e da demanda. O que leva a questão: quanto tempo é bastante tempo?

Acreditamos que o necessário de Selic em 15% depende da pressão da demanda sobre a inflação. Até junho, segundo o Banco Central, a demanda era responsável por quase a meta do desvio da inflação à meta.

Para entender melhor a participação da demanda e da política monetária no comportamento da inflação estimamos um modelo VAR estrutural (com inflação, IBC-BR e juros reais) para decompor a inflação em três choques: demanda, oferta e política monetária (gráfico 1) – supondo que esses três sejam responsáveis por grande parte do movimento da inflação.

Gráfico 1. Decomposição dos Choques no IPCA (%)

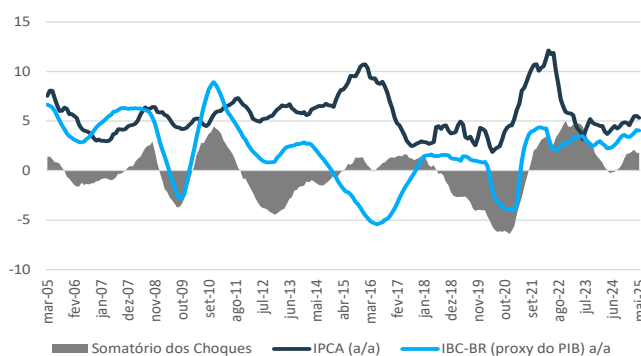


Estimativas: Galapagos Capital.

A decomposição histórica mostra que o choque de demanda (em cinza) segue elevado – em linha com a avaliação do Banco Central - mas começa a dar sinais de arrefecimento, enquanto o choque monetário (em azul) (Selic alta) segue negativo e aumentando. Mas como podemos observar, a política monetária alterna ao longo do tempo, em geral no sentido oposto ao choque de demanda (choque positivo de demanda leva a choque negativo de juros e vice-versa), demonstrando que política monetária é calibragem. Assim, acreditamos que a redução do choque de demanda levará a redução da necessidade do choque de juros. No gráfico 2, o IPCA e IBC-BR estão em

tendência de alta. Contudo, o gráfico 3 mostra que o setor de construção civil, reconhecido pelo Banco Central como mais sensível à política monetária, desacelera marginalmente desde fevereiro.

Gráfico 2. Inflação, Crescimento e Choques



Fontes: IBGE e BCB. Estimativas: Galapagos Capital

O resultado do nosso exercício nos mostra a história da evolução dos choques macroeconômicos ao longo do tempo. Alguns momentos valem a pena serem destacados, como: o efeito da crise internacional de crédito entre final de 2008 e 2009 sobre a demanda (em cinza) e o efeito sobre a demanda da combinação de expansão política fiscal e a transição rápida de um aperto monetária para uma política neutra (em azul) entre 2009 e 2010; o afrouxamento monetário que não compensou o efeito da crise de confiança na política fiscal entre 2012 e 2014 sobre a demanda; o choque de oferta entre 2015 e 2016- marcado pela restrição hídrica - e o incomparável choque positivo de demanda em relação ao choque de oferta – restrição nas cadeias produtivas durante a pandemia de COVID-19 (final de 2020 a 2022).

O modelo impõe restrições de sinal que permitem identificar os efeitos típicos de cada choque (assumimos os efeitos comumente esperados para os choques: i. choque monetário: leva à queda da inflação e da atividade; ii. choque de demanda: pressiona simultaneamente inflação, atividade e juros (via expectativas) e iii. choque de oferta: eleva inflação, mas reduz atividade e eleva juros (reação do BC) à alta da inflação) - tabela 1.

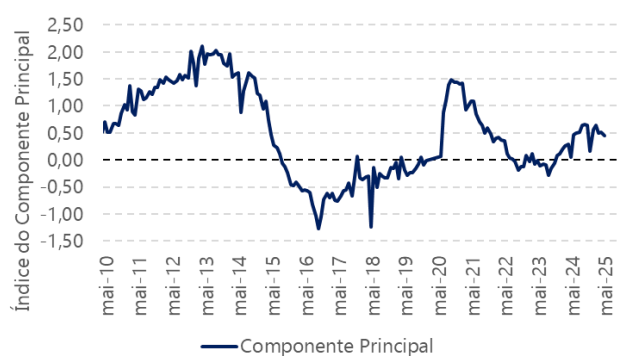
Tabela 1. Restrições de Sinal

	Choque de Demanda	Choque de Oferta	Choque de Política Monetária
IPCA	+	+	-
IBC-BR	+	-	-
Juro Real	+	+	+

Estimativa: Galapagos Capital.

Acreditamos que a **manutenção da Selic em 15% a.a. é necessária até que o choque de demanda seja claramente reduzido**. Nossa projeção é de que a desaceleração da atividade econômica se tornará mais evidente no segundo semestre, abrindo espaço para o **início de um ciclo de cortes em dezembro de 2025**, levando a Selic

Gráfico 3. Tendência da Indústria e Comércio de Material de Construção Civil



para **14,50% ao final do ano**. Vale ressaltar que, dado o patamar elevado da Selic, durante um bom tempo do ciclo de corte de juros, o choque monetário ainda estará atuando negativamente na economia.

Metodologia:

Dados: IPCA, IBC-BR e Swap-DI descontada inflação, todas em variação anual e na frequência mensal, no período de 31/12/2004 a 31/05/2025. O modelo VAR foi implementado em Python, utilizando a biblioteca statsmodels. Para a seleção do número de defasagens, foram analisados os critérios AIC, BIC e HQIC para até seis lags. Embora o AIC apontasse para dois lags, foi escolhido $p = 1$ para garantir parcimônia e estabilidade dinâmica. Antes da estimação, aplicou-se o teste de cointegração de Johansen, que indicou ausência de relações de longo prazo entre CPI, PIB e taxa de juros real, levando à estimação de um VAR em níveis com constante.

A análise dinâmica foi realizada por meio de funções de impulso-resposta (IRFs) ortogonalizadas com decomposição de Cholesky, permitindo interpretar como choques de demanda, oferta e política monetária se propagam ao longo de 12 meses.

Para a identificação estrutural, utilizou-se uma abordagem de restrições de sinal (sign-restrictions), impondo sinais contemporâneos coerentes com a teoria econômica (por exemplo, um choque de política monetária eleva juros e reduz inflação e PIB). Foram geradas múltiplas rotações ortonormais via Monte Carlo e selecionadas aquelas compatíveis com o padrão de sinais, construindo uma matriz de impacto estrutural B_SVAR baseada na mediana das rotações aceitas.

Com essa matriz, foram derivadas IRFs estruturais e realizada a decomposição histórica da inflação, atribuindo a contribuição de cada choque (demanda, oferta e política monetária) ao longo do tempo.

Referências:

Antolín-Díaz e Rubio-Ramírez 2018, *Narrative Sign Restrictions for SVARs*.

Brandt et al. 2021, *What Drives Euro Area Financial Market Developments? The Role of US Spillovers and Global Risk*.

Ludvigson et al. 2017, *Shock Restricted Structural Vector-Autoregressions*.

Martin Ademmer, Joshua Danial, Bhargavi Sakthivel and Bjorn van Roye 2022, *How do economic factors drive asset prices? Decomposing financial market fluctuations in real time*.

DISCLAIMER

A presente Nota Macroeconômica ("Nota") foi elaborada pelo economista-chefe da Galapagos Capital Investimentos e Participações ("Galapagos") e não se configura como um relatório de análise para fins de Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021. Neste sentido, a Galapagos destaca que a Nota reflete única e exclusivamente as opiniões do economista-chefe em relação ao conteúdo apresentado.

O objetivo meramente informativo da Nota não deverá ser interpretado como uma oferta ou solicitação de oferta para aquisição de valores mobiliários ou a venda de qualquer instrumento financeiro. Este material não leva em consideração os objetivos, planejamento estratégico, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor em particular.

A Galapagos também destaca que as informações contidas na Nota foram obtidas por meio de fontes públicas consideradas seguras e confiáveis na data em que o material foi divulgado. Entretanto, apesar da diligência na obtenção das informações apresentadas, as projeções e estimativas contidas na Nota não devem ser interpretadas como garantia de performance futura pois estão sujeitas a riscos e incertezas que podem ou não se concretizar. Neste sentido, a Galapagos não apresenta nenhuma garantia acerca da confiabilidade, exatidão, integridade ou completude (expressas ou não) dessas mesmas informações abordadas.

A Galapagos não se obriga em publicar qualquer revisão ou atualizar referidas projeções e estimativas frente a eventos ou circunstâncias que venham a ocorrer após a data deste documento. Ademais, ao acessar o presente material, o interessado compreende dos riscos relativos ao cenário macroeconômico abordado nesta Nota.

Por último, a Galapagos e/ou qualquer outra empresa de seu grupo econômico não se responsabiliza por qualquer decisão do investidor que forem tomados com base nas informações aqui divulgadas, nem por ato praticado por profissionais por ele consultados e tampouco pela publicação acidental de informações incorretas. A Galapagos informa que potenciais investidores devem buscar aconselhamento financeiro profissional sobre a adequação do investimento em valores mobiliários ou outros investimentos e estratégias discutidas