

13/11/2025 08:26:09 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: COPOM DEVE CORTAR OS JUROS EM JANEIRO



Tenho convicção que o Copom muda a linguagem dos comunicados oficiais na próxima reunião em dezembro, preparando o corte para a primeira reunião do próximo ano. Obviamente essa opinião é baseada numa série de premissas e cenários que irei discorrer ao longo desse artigo. A pergunta que segue é por que não cortar já na próxima reunião e para essa questão a resposta é: porque ainda temos a inflação acima da meta em 2026 e também em 2027.

Em relação à situação externa, o Copom ainda considera o cenário incerto, colocando como fonte de incerteza as negociações comerciais entre Brasil e Estados Unidos, a condução da política monetária americana num cenário de shutdown e a dificuldade de se avaliar a conjuntura corrente. Além disso, repetiu a afirmação de que a apreciação recente do real frente ao dólar se deve ao diferencial de juros e à depreciação da moeda americana frente às outras moedas.

Na ata da reunião do último Copom, prosseguiu na avaliação que a atividade econômica está se desacelerando, em linha com o esperado, após seguidos aumentos dos juros, mas com o mercado de trabalho ainda aquecido. Segundo o comitê: "Mercados mais sensíveis às condições financeiras, como o crédito, apresentam maior desaceleração, ao passo que mercados mais sensíveis à renda e menos sensíveis às condições financeiras, como o mercado de trabalho, apresentam maior resiliência."

O mercado de crédito apresenta visível desaceleração, com o crédito total crescendo 1,7% em setembro em relação ao mesmo mês do ano passado, depois de estar crescendo cerca de 4% no princípio do ano, sendo ainda maior a desaceleração no crédito livre (0,4%). Em relação ao crédito, é importante salientar o aumento da inadimplência, que estava 5,28% em setembro, bem acima da média histórica desde 2011 que é de 4,5%.

Importante, também ressaltar a subida do spread para a pessoa física no segmento livre, que está ao redor de 44%, acima dos 39% do início do ano. Importante, porém, realçar o contraste apresentado pelo mercado de trabalho, que não apresenta desaceleração visível. A taxa de desemprego com correção sazonal está em 5,7% em setembro, a menor para a série histórica da PNAD contínua iniciada em 2011, e mesmo com extrapolação sendo o menor resultado desde 1995. A população ocupada caiu 0,4% no trimestre até setembro e salário real subiu 0,4% no trimestre, com a renda superando R\$ 3.400, maior valor da série histórica que começa em 2012.

Vale também salientar ser provável que tenhamos um PIB negativo no terceiro trimestre depois de uma sequência de 16 resultados positivos. Já saíram os dados completos do trimestre para a produção industrial e o crescimento é de apenas 0,1% devido ao resultado de queda de 0,4% no mês de setembro. Porém o indício maior para o PIB negativo é o IBC-BR que é o proxy mensal do PIB. Ainda não temos o resultado de setembro, mas o carregamento estatístico é de 0,77% negativo no terceiro trimestre com o resultado de agosto.

Em relação à inflação corrente, a ata do Copom realçou que as leituras recentes de inflação cheia e os

14/Nov/2025 11:33

núcleos apresentam algum arrefecimento, com a combinação de câmbio mais apreciado e commodities mais baixas, beneficiando a inflação dos bens industrializados e dos alimentos. Nos últimos seis meses, os preços dos alimentos no domicílio recuaram ao redor de 2,4%, mas ainda assim acumularam alta de 4,5% em doze meses. Já os preços industriais tiveram alta de apenas 0,26% no trimestre e 3% em 12 meses. Por outro lado, a inflação de serviços também apresentou algum arrefecimento, mas tem se mantido resiliente, desde março gravitando ao redor de 6% em 12 meses, em linha com a massa salarial.

Houve uma melhora nas expectativas de inflação, principalmente para o ano corrente, que caíram de 4,8% para 4,5% no intervalo entre as duas reuniões do Copom, devido à baixa inflação nos últimos meses. Já para o próximo ano, as expectativas caíram ligeiramente de 4,3% para 4,2%. Já projeções da própria autoridade monetária, que são as mais relevantes para definir os próximos passos da política monetária, principalmente as do próximo ano, se mantiveram em 3,6%, significativamente abaixo da expectativa de mercado, e foi adicionada a projeção de inflação até o segundo trimestre de 2027 em 3,3%, ligeiramente acima da meta de 3%.

As minhas próprias projeções de inflação, baseadas no modelo de pequeno porte, são de 4,4% para 2025 e 4,0% para 2026, bem próximo às expectativas de mercado. Porém, a projeção para os juros de 1 ano à frente com base na regra de Taylor é de 13% para o final de 2026, bem acima dos 12,25% esperados pelo Focus. No médio prazo, a regra de Taylor projeta uma estabilização da Selic ao redor de 12%, acima do consenso de mercado, de 10%.

Não se pode negar que houve uma melhora no cenário de inflação do curto prazo, mas com pequena repercussão ainda nas projeções de inflação para o próximo ano e para 2027. Houve também desaceleração da atividade econômica, com exceção do mercado de trabalho, e valores bem abaixo da inflação corrente, aumentando as chances de se cumprir a meta no final de 2025, que são notícias favoráveis para o Copom. Além disso, a projeção de 2027 já está bastante próxima das metas de inflação de 3% o que deve fazer com que o Copom já mude o comunicado e a ata em dezembro para abrir as portas para iniciar o ciclo de cortes em janeiro de 2027, decidindo por um corte de 50 pontos-base. Prevejo que a Selic vai terminar 2026 a 12,5%.

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 na **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores.