

25/09/2025 10:00:23 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: QUAL A CHANCE DE CORTE DA SELIC AINDA ESTE ANO?



Ninguém em sã consciência pode admitir que a política monetária não esteja muito apertada. Os juros de um ano à frente em termos reais está acima dos 9%, e parece que o cenário está melhorando. A atividade econômica está desacelerando e a inflação tem vindo mais baixa, com diminuição das expectativas de curto e médio prazo. Além disso, o câmbio está apreciando e a situação fiscal se estabilizou. Esses elementos podem favorecer uma flexibilização ainda esse ano da política monetária. Qual a chance de isso ocorrer? Aparentemente são baixas, pois as projeções de inflação ainda estão muito acima da meta para 2026 e 2027. Esse artigo explora essa possibilidade.

Em relação a situação externa, o Copom aparentemente diminuiu o grau de preocupação, apesar de ainda considerar o cenário incerto. O documento realça o início do ciclo de cortes nos juros americanos e as dúvidas sobre o crescimento e o impacto das tarifas na inflação daquele país. Os últimos dados do emprego americano e principalmente a revisão ocorrida nos meses anteriores podem ter encomendado mais cortes nos juros do que estava previamente precificado, principalmente por ainda ser moderado o impacto das tarifas na inflação.

Na ata da reunião do último Copom, houve uma 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 mercado de crédito, têm apresentado moderação mais nítida, com arrefecimento no volume de concessões, do que o mercado de trabalho. Analogamente, nota-se maior arrefecimento no consumo de bens mais ligados ao crédito em contraposição a bens de consumo mais ligados à renda. Outro exemplo do mercado de crédito é o maior arrefecimento no crédito de maior duração em contraposição ao crédito emergencial."

O PIB trimestral apresentou 16 trimestres seguidos de resultados positivos, recorde da série histórica iniciada em 1995, mas pode apresentar o primeiro resultado negativo no terceiro trimestre desse ano. Um indício dessa tendência é o IBC-Br, que apresentou 3 resultados negativos mensais consecutivos de maio a julho e tem um carregamento estatístico negativo de cerca de 1% no 3º trimestre. Além disso, quase todos os indicadores de confiança brasileiros estão negativos (com exceção do consumidor) com forte queda no índice de condições futuras, provavelmente relacionados com o impasse comercial com os Estados Unidos.

O mercado de crédito apresenta visível desaceleração, com o crédito total crescendo 2,3% em julho 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 (1,1%). Em relação ao crédito, é importante salientar o aumento da inadimplência, que estava em 5,22% em julho, 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 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 julho, o menor para a

25/Set/2025 16:56

série histórica da PNAD contínua iniciada em 2011, e mesmo com extrapolação sendo o menor resultado desde 1995. A população ocupada cresceu 2,4% em 12 meses até julho e salário real 3,9% no mesmo critério, com a massa salarial crescendo ao redor de 6%, estável desde o início do ano. Essa medida tem forte correlação com a inflação de serviços.

Em relação a inflação corrente, a ata do Copom realçou que as leituras recentes de inflação apresentam uma dinâmica mais benigna, com a combinação de câmbio mais apreciado e commodities mais baixas, beneficiando a inflação dos bens industrializados e dos alimentos. No trimestre terminando em agosto, os preços dos alimentos no domicílio recuaram ao redor de 2%, mas ainda assim acumularam alta de 7% em 12 meses. Já os preços industriais, tiveram alta de apenas 0,16% no trimestre e 3,3% em 12 meses. Por outro lado, a inflação de serviços não apresentou resultados tão satisfatórios, se mantendo desde março gravitando ao redor de 6% em 12 meses, em linha com a massa salarial.

Houve uma ligeira melhora nas expectativas de inflação, principalmente para o ano corrente, que caiu de 5,1 para 4,8% 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 4,4% para 4,3%. 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, mas bem acima da meta de 3%, diminuindo as chances de se cortar os juros nas próximas reuniões.

As minhas próprias projeções de inflação, baseadas no modelo de pequeno porte, são de 4,6% para 2025 e 4,2% para 2026, bem próximo às expectativas de mercado. Porém, a projeção para os juros de 1 ano a frente com base na regra de Taylor, é de 13,5% 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 início do ciclo de afrouxamento monetário americano que são notícias favoráveis para o Copom. De qualquer maneira, ainda é prematuro supor que há espaço para o corte de juros ainda esse ano, pois tanto a expectativa do Focus em 4,3% para 2026 como a projeção do BCB em 3,6% ainda estão muito acima das metas de inflação de 3%. Portanto, a minha 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 e essas se aproximarem dos 3% da meta.

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.