

06/02/2025 10:00:23 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO PODEM ESTAR PESSIMISTAS



Depois de uma forte desvalorização cambial no final do ano, o real tem apreciado bastante em 2025, sendo a segunda moeda que mais apreciou no ano até agora. Esse fortalecimento está ocorrendo num momento em que o dólar está forte em relação às outras moedas como consequência das políticas econômicas do governo Trump. O enfraquecimento do real e as dúvidas sobre a política fiscal levaram a revisões altistas nas projeções tanto de inflação como de Selic para 2025. Nesse artigo, argumento que a piora das expectativas de inflação para 2025 pode ter sido exagerada e apresento projeções de inflação mais próximas das divulgadas pelo Banco Central.

As projeções de inflação dependem da inflação passada, das expectativas de inflação, do hiato do produto, da situação internacional que impacta o câmbio, a inflação externa, os preços exógenos como os administrados e, por último, eventuais choques. A seguir analisamos cada componente incluindo a nossa análise e o diagnóstico do Copom.

Com relação à inflação passada, que é importante numa economia indexada como a brasileira, vimos que os preços livres

deram uma acelerada forte em novembro e dezembro. Os preços dos serviços estão altos devido ao aperto no mercado de trabalho, já os preços dos alimentos e dos produtos industriais podem ter começado a sentir o efeito da desvalorização cambial. Se a apreciação recente se mantiver, parte do repasse cambial pode ser abortado.

A atividade econômica, pode sofrer alguma desaceleração ao longo do ano. Os primeiros trimestres ainda podem ser positivos devido ao bom desempenho da agropecuária e à resiliência do consumo das famílias com o mercado de trabalho ainda apertado e do bom desempenho do crédito. Porém, é esperada desaceleração no segundo semestre com os efeitos da política monetária mais apertada e redução dos impulsos fiscais.

O Copom também espera moderação no crescimento, que pode até já ter se iniciado em setores mais sensíveis ao crédito. Eles analisam que o mercado de trabalho segue aquecido, sendo difícil avaliar em que medida uma eventual desaceleração refletiria enfraquecimento da demanda ou pressões de oferta, portanto, com impactos diferentes sobre a inflação. De qualquer maneira, a autoridade monetária ainda vê o hiato do produto em terreno positivo, sendo um risco para a inflação de serviços, o atual grau de aquecimento da economia.

Em relação às expectativas de inflação, houve uma desancoragem acentuada no intervalo entre as últimas reuniões. Para se ter uma ideia, a inflação 12 meses à frente em meados de novembro estava em 4,3% e no fim de janeiro passou para 5,7%. As razões para essa deterioração são principalmente a desvalorização cambial e o pessimismo sobre a trajetória fiscal. O Copom

avaliou que o risco da desancoragem das expectativas é que leva a reajustes de preços e salários acima da meta de inflação, sendo importantes determinantes da inflação futura, requerendo política monetária mais contracionista para trazer a inflação de volta às metas.

Em relação à economia internacional e à taxa de câmbio, há um cenário mais desafiador com a posse do presidente Trump. O Copom tem acompanhado com atenção os movimentos do câmbio, que tem reagido, notadamente, às notícias fiscais domésticas, às notícias da política econômica norte-americana e ao diferencial de juros. Segundo o Copom, a consecução de determinadas políticas nos Estados Unidos, como possíveis estímulos fiscais, restrições na oferta de trabalho, introdução de tarifas à importação e alterações importantes em preços relativos decorrentes de reorientações da matriz energética, pode pressionar os preços de ativos domésticos.

Porém, como citado acima, o real tem apreciado rapidamente nos últimos dias, sendo a segunda moeda que mais apreciou no mundo esse ano, cerca de 7%, atrás apenas da moeda russa. As moedas dos emergentes sofreram com o risco de uma guerra comercial agressiva. Mas, neste ano, estão recuperando as perdas tanto porque o Trump começou o mandato mais moderado que o esperado quanto algumas tarifas, na verdade, são uma estratégia de negociação. Vimos que elas estão sendo adiadas com conversações, como no caso do Canadá e do México.

A política fiscal pode atuar diretamente estimulando a demanda agregada e dificultando a desaceleração do mercado de trabalho ou indiretamente via aumento do prêmio de risco e

desvalorização cambial ou mesmo elevando os juros de equilíbrio. Através desses canais, uma política fiscal frouxa afeta as projeções de inflação e dificulta a atuação da política monetária.

As projeções do Copom são as mais relevantes para definir os próximos passos da política monetária. As projeções de inflação divulgadas na terça-feira (04/02) pelo Copom apontam uma inflação de 5,2% em 2025, e de 4,0% em 2026, ficando longe da meta de inflação (3%). Já o meu modelo de pequeno porte, utilizando uma equação para estimar as expectativas de inflação, projetou para 2025 uma inflação de 5,1% e 4,3% em 2026, um pouco mais baixo do que a projeção do BCB em 2025 e acima em 2026. Já a projeção para os juros de 1 ano à frente com base na regra de Taylor, é de 14,75% em junho de 2025. No médio prazo, a regra de Taylor projeta uma estabilização ao redor de 12%, acima do consenso de mercado de 10%, e a inflação vai caindo paulatinamente até atingir 3,5% em 2029, ainda um pouco acima das metas de inflação.

As projeções do modelo pequeno ao redor de 5,1% estão bem abaixo do que o consenso de mercado para 2025, de 5,51%, o que significa que pode estar havendo um pessimismo exagerado do mercado com a economia brasileira e com a capacidade do Banco Central de lidar com a inflação acima da meta, principalmente se o câmbio estabilizar num patamar abaixo de R\$ 6. Em termos de política monetária, a taxa de juros projetada pela regra de Taylor alcança um valor máximo de 14,75%, prevendo, portanto, mais uma alta de 100bps em março e outra de 50bps na próxima reunião em maio.

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.*