

26/06/2025 11:15:18 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: INCERTEZA EXTERNA DEIXA DE AJUDAR A INFLAÇÃO



O Comitê de Política Monetária (Copom) aumentou as taxas de juros mais uma vez na última reunião. A redução das incertezas sobre a economia internacional diminuiu a convicção de que poderiam ocorrer impactos desinflacionários para o Brasil. Além disso, a resiliência da economia doméstica levou o Copom a elevar os juros novamente na reunião de junho e a anunciar o fim do ciclo de alta e prometendo manter esse nível por um período prolongado. Este artigo oferece uma visão geral sobre conjuntura da economia nacional e internacional, bem como algumas perspectivas para a política monetária.

A incerteza sobre as tarifas de importação americanas diminuiu nos últimos meses, mas a expectativa de um aumento da escalada da guerra no Oriente Médio nublou novamente o cenário internacional. Tanto o tumulto sobre as tarifas como a expectativa de guerra entre Israel e Irã podem ser interpretados como choques de oferta para a economia americana e mundial, com as expectativas de crescimento econômico caindo e a inflação subindo. Para a economia americana a expectativa do Federal Reserve e do mercado é um crescimento de apenas 1,4% em 2025, a metade do crescimento do ano passado de 2,8%. Há também uma elevação das expectativas de inflação com o núcleo do PCE saindo dos atuais 2,5% para 3% ao ano.

O próprio Fed, diante desse impasse causado pelo choque de oferta com inflação subindo e desaceleração da economia, manteve os juros parados considerando que a taxa de desemprego se manteve num patamar baixo e as incertezas econômicas diminuíram, mas se mantiveram num patamar elevado. São esperados dois cortes de juros ainda esse ano, sendo o primeiro acontecendo provavelmente em setembro.

Os preços das commodities, que podem influenciar na desinflação tanto localmente quanto internacionalmente, interromperam sua queda e estão mostrando algum aumento devido ao início da guerra entre Israel e Irã. O preço do petróleo está muito volátil e não deve contribuir significativamente para a diminuição da inflação. Um fator que pode levar à queda dos preços das commodities é a economia da China, que também está desacelerando, com uma expectativa de crescimento de 4% em 2025 e risco de deflação. Os problemas no setor imobiliário da China persistem e o declínio do índice de confiança do setor é significativo e preocupante.

O Banco Central do Brasil, através da ata, confirmou que houve uma melhora no cenário internacional com a reversão parcial dos aumentos das tarifas de importação, salientando, porém, que ainda há elevado nível de incerteza com a situação fiscal dos Estados Unidos e com o conflito no Oriente Médio. É interessante notar que mesmo com elevado incerteza a moeda brasileira tem ganhado força frente ao dólar conforme assinalado na ata.

A atividade econômica tem mostrado resiliência e, mesmo com o diagnóstico do Copom que há sinais mistos com relação a desaceleração, é prematuro afirmar que a economia vai esfriar mais à frente, mesmo com os indicadores mais recentes de comércio, serviços e indústria mostrando crescimento mais moderado e o IBC-BR ficando praticamente estável em abril.

27/Jun/2025 11:48

O próprio Copom salientou que o resultado do PIB do 1º trimestre, que apresentou resultado mais forte do que o esperado, foi significativamente influenciado por setores menos sensíveis ao ciclo econômico, se referendo à agropecuária. Houve alguma diminuição no consumo das famílias, que deve seguir em desaceleração, pois é fortemente relacionado com o crédito e com a massa salarial. A massa salarial está crescendo 5,8% em abril, depois de ter um aumento mais de 8% há alguns meses atrás. Já o crédito também está desacelerando com um recuo nas concessões de crédito livre e aumento no comprometimento de renda com serviço das dívidas nas pessoas físicas.

Com relação a inflação, houve surpresas baixistas no curto prazo, com a inflação de produtos industriais e alimentos vindo abaixo do esperado. Já a inflação de serviços continua crescendo 5,8% em 12 meses puxada pela inflação de salários. Porém, há uma desaceleração no crescimento dos salários, que cresceu 3,4% em abril ano contra ano em comparação a mais de 5% na média de 2023-24. Já as expectativas de inflação caíram para 2025 de 5,5% para 5,2%, mas se mantiveram em 4,5% para o próximo ano, exatamente no limite de tolerância superior da meta.

Considerando que o próprio Banco Central afirmou que o aumento de 0,25% na reunião de junho encerra o ciclo de alta, houve mais uma vez uma enfática defesa da manutenção dos juros nesse patamar de 15% pela autoridade monetária para propiciar a convergência da inflação às metas. Porém, baseando-se no meu modelo de pequeno porte, a projeção para os juros de 1 ano à frente, com base na regra de Taylor, é de 14% em dezembro de 2025. No médio prazo, essa regra projeta uma estabilização em torno de 12%, acima do consenso de mercado de 10%. O modelo desenvolvido por mim também aponta uma inflação de 5,1% para 2025 e 4,2% para 2026, o que está ligeiramente acima da projeção do BCB para 2025 (4,9%) e bem acima para 2026 (3,6%). Já no médio prazo, a inflação, projetada por mim, tende a cair gradualmente até atingir 3,5% em 2029, ainda acima das metas de inflação de 3%.

Embora a regra de Taylor sugira cortes nos juros ainda em 2025, acredito que o Copom não os realizará este ano devido à projeção de inflação de 3,6% para 2026, ainda alta comparada à meta de 3,0%. Portanto, minha previsão, em linha com o projetado pelo mercado, é que a Selic comece a ser cortada apenas no início de 2026 terminando o próximo ano em 13,5% um ponto porcentual acima do consenso, coincidindo o ano eleitoral com um possível início do ciclo de baixa.

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.*