

08/05/2025 10:01:13 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: INCERTEZA EXTERNA DEVE ENCERRAR O CICLO DE APERTO MONETÁRIO



Projeções econômicas são um exercício complexo, especialmente no Brasil, onde até o passado é incerto. A tarefa se torna ainda mais difícil diante das incertezas associadas ao aumento das tarifas causadas pelo governo Trump. Em abril, o FMI divulgou novas projeções mostrando uma queda significativa nas expectativas de crescimento mundial. Essa diminuição do PIB global levou a uma revisão para baixo dos preços das commodities, o que pode acarretar uma redução na inflação no Brasil. Este artigo busca projetar qual seria a resposta do Copom em termos de política monetária diante dessa mudança de conjuntura. Prevê-se uma pausa na elevação dos juros, mas sendo prematuro antecipar cortes na Selic em 2025.

Segundo o FMI, a resiliência da economia mundial está sendo testada nesse ambiente de mudanças drásticas nas políticas em que está se redesenhando o sistema de comércio mundial. Essa guerra tarifária, provocado pelo governo dos Estados Unidos, vem num momento que já havia um esfriamento na atividade economia mundial. A própria divulgação no PIB americano do primeiro trimestre com uma pequena queda de 0,3% (trimestre contra trimestre anualizada) confirma essa tendência, mesmo

08/Mai/2025 12:11

sendo parte desse resultado consequência da antecipação de importações com o consumo privado ainda bastante forte. Novamente, segundo o FMI: "nos mercados de trabalho, as contratações desaceleraram em muitos países, e as demissões aumentaram. Enquanto isso, o progresso na desinflação estagnou em grande parte, e a inflação subiu levemente em alguns casos, com um número crescente de países excedendo suas metas de inflação".

As idas e vindas do presidente Trump na fixação das tarifas dificultaram o FMI a apresentar apenas um cenário. No cenário de referência, o crescimento global deve ser de 2,8% em 2025 e 3% em 2026, uma queda de 0,5 ponto percentual e 0,3 ponto percentual, respectivamente, em relação à projeção anterior. Estes resultados estão abaixo da média de crescimento de 3,7% entre 2000 e 2019. Nos Estados Unidos, o crescimento deve desacelerar para 1,8%, 0,9 ponto percentual menor comparado à projeção anterior, devido à incerteza política, tensões comerciais e menor demanda.

Há preocupação com a China devido à fraqueza prolongada do setor imobiliário e suas consequências, incluindo o impacto nas finanças dos governos locais. Tensões comerciais e tarifas recentes prejudicaram a economia chinesa, que pode ser ainda mais afetada pela queda da demanda externa devido a guerra tarifária. A projeção de crescimento para este ano e o próximo é de 4%, uma redução de 0,6 ponto percentual e 0,5 ponto percentual em relação às estimativas anteriores.

Outra observação relevante dos documentos do FMI é a falta de espaço nas políticas para enfrentar novos choques de oferta e

queda prolongada da atividade, principalmente em relação à política fiscal. Com a pandemia e posteriormente com a guerra entre Rússia e Ucrânia, os gastos fiscais aumentaram em vários países, tornando mais difícil um novo impulso fiscal, especialmente devido aos elevados serviços das dívidas vigentes com os juros longos altos. Após a pandemia, a resposta decisiva da política monetária reduziu a inflação para perto das metas dos bancos centrais, com um impacto relativamente baixo em termos de produto, havendo algum espaço para reduzir os juros.

O canal de transmissão da crise das tarifas para a política monetária brasileira pode vir através da queda do preço das commodities. Entre janeiro e março deste ano, o preço das commodities agrícolas em reais diminuiu cerca de 10%, e o Banco Mundial prevê uma queda de 12% nos preços desses produtos em 2025. Além disso, o índice de preços de energia está projetando uma queda de 17%, com a média anual do petróleo Brent estimada em torno de US\$ 64 o barril, representando uma diminuição substancial em comparação ao preço registrado em janeiro, que foi ligeiramente superior a US\$ 80.

Na reunião do Copom de ontem (07/05) ocorreu, na minha visão, o último aumento, tendo o Banco Central deixado a porta aberta para aumento adicional ou uma parada na próxima reunião em junho. Portanto, há uma alta probabilidade de ser fim do ciclo de aperto monetário, se os preços da commodities aliviarem de fato a inflação, mantendo-se a taxa Selic em 14,75% até o fim do ano. Abaixo algumas considerações trazidas no comunicado:

- Em relação à situação externa, o Copom considerou o ambiente adverso e particularmente incerto com política comercial

americana e seus efeitos, gerando dúvidas sobre a magnitude da desaceleração atividade econômica e um efeito heterogêneo na inflação mundial.

- Em relação ao cenário doméstico, o Copom manteve o diagnóstico que há sinal incipientes de moderação do crescimento, mas esse ainda tem apresentado dinamismo.
- As expectativas de inflação recuaram moderadamente em 2025 de 5,7% para 5,5% e se mantiveram no próximo ano em 4,5%. Já as projeções do Copom caíram de 5,1% para 4,8% em 2025 e ficaram em 3,6% em 2026.

Segundo o BCB, apesar da dificuldade de convergência da inflação para a meta, o aumento da incerteza mundial e o estágio avançado do ciclo de aperto monetário e seus impactos acumulados, os próximos passos demandam cautela adicional e flexibilidade para incorporar novos dados. O Copom salienta que se manterá vigilante e calibragem para novos aumentos dependerá da evolução das projeções de inflação em direção a meta de inflação. Isso significa que eles estão bastante dependentes dos dados e a porta está aberta tanto para um novo aumento ou para uma parada no ciclo de aperto monetário.

Considerando que não se prevê um novo aumento da Selic na reunião do Copom em junho, a principal questão em discussão no mercado é o início do afrouxamento monetário. Baseando-se no meu modelo de pequeno porte, utilizando uma equação para estimar as expectativas de inflação, a projeção para os juros de 1 ano à frente, com base na regra de Taylor, é de 14,10% 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 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 e bem acima para 2026. Já no médio prazo, a inflação tende a cair gradualmente até atingir 3,5% em 2029, ainda ligeiramente acima das metas de inflação.

Embora a regra de Taylor sugira cortes nos juros 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%. Cortes podem ocorrer se a inflação cair ao longo de 2025, aproximando a projeção de 2026 da meta. Portanto, minha previsão é que a Selic comece a ser cortada no início de 2026.

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.*