Relatório Econômico

A bússola da inflação doméstica

Porto Asset Management









Dezembro - 2025

Ao estudar navegação, seja aérea ou marítima, deparamo-nos rapidamente com a diferença entre o norte geográfico e o norte magnético do globo.

Esta diferença é simples de explicar: o polo norte magnético (geofísico) não coincide com o polo norte cartográfico (geográfico). Contudo, suas implicações são relevantes, haja vista que uma bússola comum aponta para o norte magnético.

Navegar baseando-se somente no norte magnético, sem realizar os ajustes de declinação (i.e, da diferença entre o magnético e cartográfico) necessários, não levará a embarcação ao destino vislumbrado no mapa.

Incorre-se, assim, em equívocos de trajetória que implicam custos, eventualmente consideráveis, para serem corrigidos.

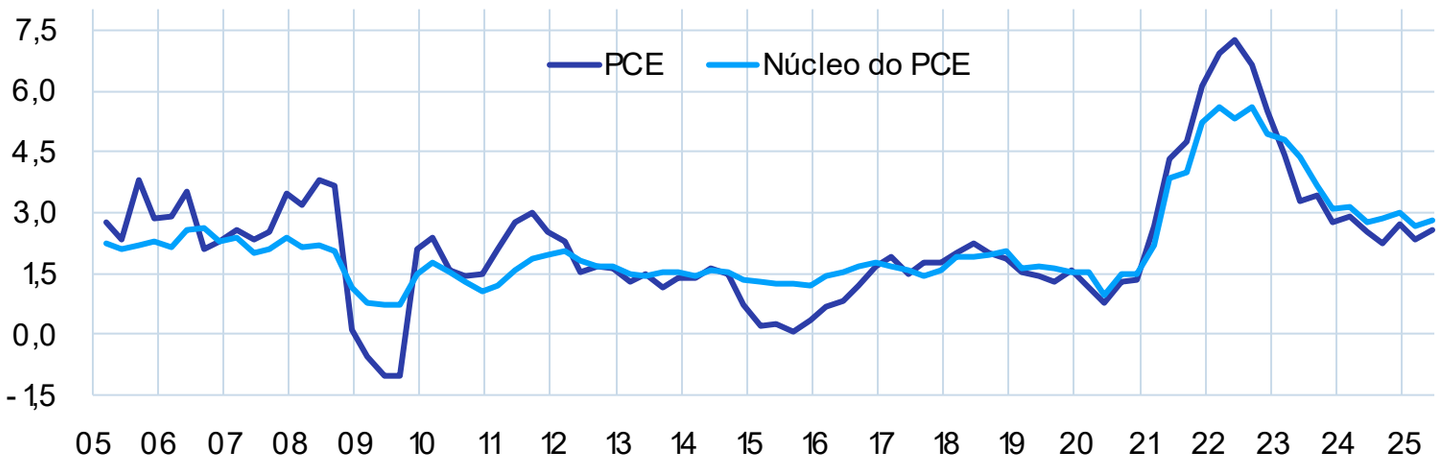
Esta constatação traz uma conclusão valiosa para a condução da política monetária no Brasil neste início de 2026.

Na medida em que o IPCA cheio recua do topo da banda de tolerância e aponta, em métricas curtas, para o centro da meta, a pergunta fundamental é se a autoridade monetária deve perseguir o índice de preços total, ou mirar uma abertura mais correlacionada ao ciclo econômico.

Esta é uma discussão recorrente e não exclusiva do Brasil. O Federal Reserve (FED), por exemplo, utiliza o PCE como meta. No entanto, o Banco Central norte-americano dá ênfase constante ao núcleo do PCE, métrica que exclui os grupos voláteis de alimentação e energia. A menor volatilidade deste auxilia na avaliação da trajetória da inflação e sua relação com o ciclo econômico.

PCE

Variação %em 12 meses. Fonte: BEA, Porto Asset



Em economias abertas, é comum que o debate tenha como pano de fundo o hiato entre a inflação total e a inflação doméstica, produzido pela variação na taxa de câmbio.

Dada a forte valorização do Real durante o ano de 2025, de cerca de 12%, a escolha do Banco Central em perseguir a meta usando como parâmetro a inflação total ou a inflação doméstica não é trivial para a condução da política monetária.

Modelos de pequenas economias abertas, como o de Galí e Monacelli (2005), oferecem um arcabouço teórico simples para analisar as implicações desta escolha.

O modelo foca no caso de uma economia que toma certas variáveis globais como dadas. A economia doméstica não impacta a formação de preços nem o produto no mundo. Os agentes desta economia consomem uma cesta composta por bens domésticos e importados, sendo a participação de cada categoria dada por uma variável exógena. Evita-se, assim, a situação teórica em que o consumidor doméstico possa substituir a totalidade dos bens domésticos por bens importados.

Neste modelo, a inflação total é função da inflação doméstica, bem como de variações nos termos de troca, definido como o preço de bens estrangeiros em termos de bens domésticos.

O impacto da variação dos termos de troca na inflação total depende diretamente do fator exógeno que determina quanto do consumo é direcionado a bens estrangeiros. Consequentemente, o hiato entre inflação total e inflação doméstica será tanto maior quanto maior for a contribuição dos bens importados na cesta de consumo.

Galí e Monacelli (2005) utilizam este modelo para testar regras de política monetária no formato da Regra de Taylor.

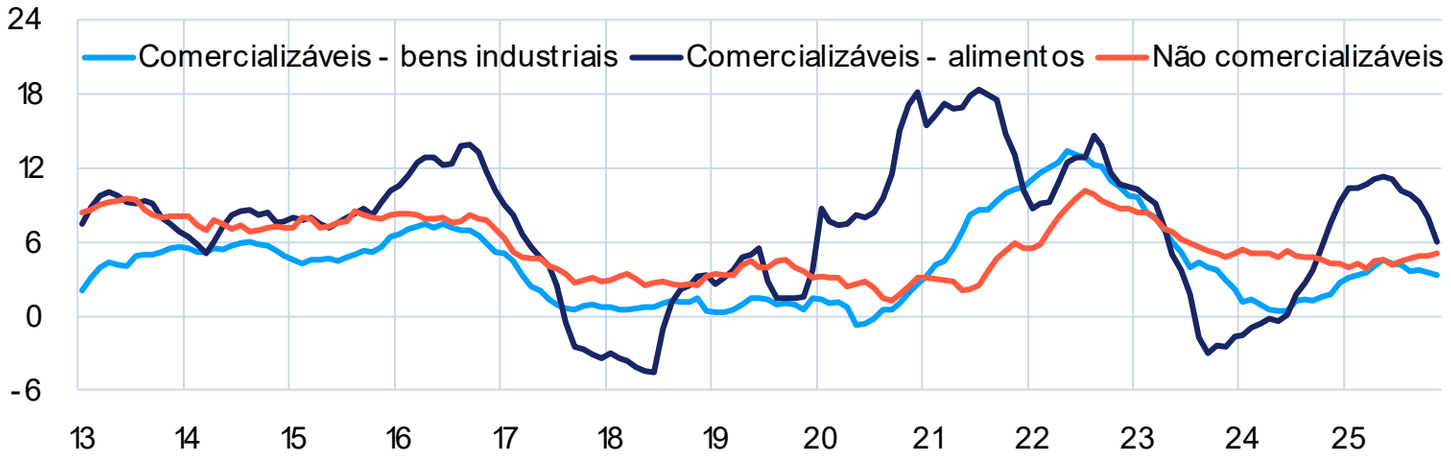
Ao comparar uma regra que persegue a estabilidade de preços calcada na inflação doméstica com uma baseada na inflação total, a conclusão é inequívoca: para qualquer grau de abertura da economia, a condução da política monetária com base na inflação total implica maior perda de bem-estar se comparada à condução baseada na inflação doméstica.

Ou seja, ao mirar a inflação doméstica, a autoridade monetária consegue estabilizar o produto e a inflação de forma mais eficiente.

Para fins deste relatório, deve-se fazer um ajuste na aplicação do modelo: ao invés de discutir a inflação pela ótica de total versus doméstica, temos de considerar a abertura entre comercializáveis e não comercializáveis.

IPCA comercializáveis x não comercializáveis

Dados acumulados em 12 meses (%). Fontes: IBGE, Porto Asset



Trata-se, grosso modo, de bens e serviços dentro dos itens livres da inflação, respectivamente. Na ausência de barreiras comerciais, os bens são facilmente negociados no mercado internacional e, portanto, sensíveis a variação de oferta e demanda global. Os serviços, com poucas exceções, são de consumo interno e ficam, portanto, restritos a condições de oferta e demanda doméstica.

Jia (2021) traz uma expansão do modelo de Galí e Monacelli (2005) para contemplar a diferença entre comercializáveis e não-comercializáveis. Como de costume, a maior complexidade do modelo traz nuances adicionais na análise. Ainda assim, quando o Banco Central persegue a inflação doméstica ao invés da inflação total, consegue gerar menor volatilidade das variáveis macroeconômicas.

Uma análise da evolução destas aberturas no IPCA de 2025 mostra que o grande esforço da desinflação ocorreu com base no recuo dos itens comercializáveis. Estes, por sua vez, são compostos aproximadamente de 40% de alimentos e 60% de bens industriais, sendo relevante destacar que os preços de alimentos são muito mais sensíveis a choques de oferta.

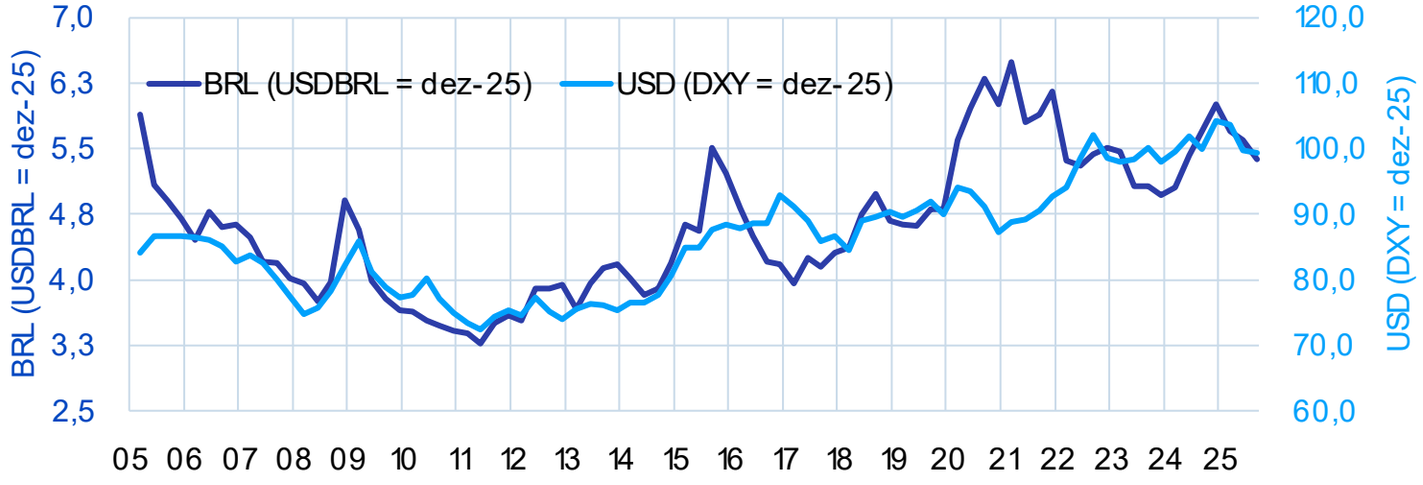
Quando comparamos a expectativa do Boletim Focus no início de 2025 com o resultado efetivo do ano (até o IPCA-15 de dezembro), vemos que dois terços da surpresa vieram de alimentos, consequência de fatores de oferta, e um terço de bens industriais, a despeito do menor peso dos primeiros.

É possível argumentar que a apreciação do real ao longo do ano tenha sido consequência do aperto monetário agressivo implementado desde o final de 2024, mas também é inegável que o dólar se desvalorizou globalmente.

Em uma lista de moedas de economias emergentes, a performance do real está próxima à média e apresenta apreciação semelhante ao Sol Peruano e ao Rand Sul-africano.

BRL e USD reais efetivos

Fontes: BIA, Porto Asset



Por outro lado, os não-comercializáveis permanecem razoavelmente firmes e em patamar acima da meta de 3%.

Isto é consistente com uma análise detalhada da conjuntura, caracterizada por arrefecimento lento (e inconstante) do mercado de trabalho, avanço da renda real e aumento das transferências do governo.

Para deixar o ambiente ainda mais complexo, a desancoragem das expectativas de inflação em todos os horizontes do Boletim Focus (consequência, em parte, das dúvidas sobre o ambiente fiscal) indica que o esforço de política monetária seguirá árduo.

Esta avaliação, somada às conclusões dos artigos teóricos discutidos acima, sugere que a autoridade monetária deve manter a cautela na medida em que se aproxima o ciclo de cortes de juros. Reduzir a Selic de forma acelerada, com a inflação doméstica ainda elevada, traz o risco de reverter o ganho de desinflação observado no IPCA desde o ano passado.

O ciclo de cortes de 2023 serve de alerta. Naquele momento, a desinflação também era calcada, principalmente, no recuo dos bens comercializáveis, enquanto o recuo nos itens não-comercializáveis era somente gradual.

À época, o hiato do produto estava fechado e o estímulo adicional implementado ao longo do ano de 2023 com a PEC de transição e a liberação de precatórios levaram à maior pressão na demanda. Logo, os cortes precisaram ser rapidamente revertidos.

Não parece ser o caso desta vez, uma vez que o Banco Central tem comunicado reiteradamente que vê a atividade acima do potencial e está atuando de forma a esfriar a economia, além de manter um nível de restrição acima do que seria necessário caso as expectativas estivessem ancoradas. Ou seja, há preocupação com a dinâmica dos não comercializáveis.

Assim, apesar da revisão na inflação projetada de 2026 para 3,8% (consequência de menor carrego do IPCA de 2025 e de expectativa de corte no preço da gasolina), mantemos a expectativa de início do ciclo de cortes a partir de março, com a Selic projetada em 12% ao final do ano.

		2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
PIB	var.acum .%	3,0	2,9	3,4	2,5 (2,5)	1,5 (1,5)
IPCA	var.acum .%	5,8	4,6	4,8	4,2 (4,3)	3,8 (4,0)
BRL	R$/US$,dez.	5,22	4,84	6,19	5,50*	5,60 (5,60)
Selic	%,dez.	13,75	11,75	12,25	15,00	12,00 (12,00)

*Ptax média (compra e venda).

(p):atual(anterior)

A **Porto Asset Management** é responsável pela elaboração desse material, mas não se responsabiliza por quaisquer atos e/ou decisões tomadas com base nas informações disponibilizadas por meio de suas publicações e projeções. Todos os dados e/ou opiniões aqui presentes não devem ser tomados, em nenhuma hipótese, como base, balizamento, guia ou norma para qualquer documento, avaliações, julgamentos ou tomadas de decisões, sejam de natureza formal ou informal. Desse modo, todas as consequências ou responsabilidades pelo uso de quaisquer dados e/ou análises desta publicação deverão ser assumidas exclusivamente pelo usuário, eximindo a Porto Asset Management de todas e quaisquer responsabilidades decorrentes do uso deste material. **Site:** https://www.portoasset.com.br

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos