

Relatório Econômico

Período bastante prolongado

Porto Asset
Management



Agosto - 2025

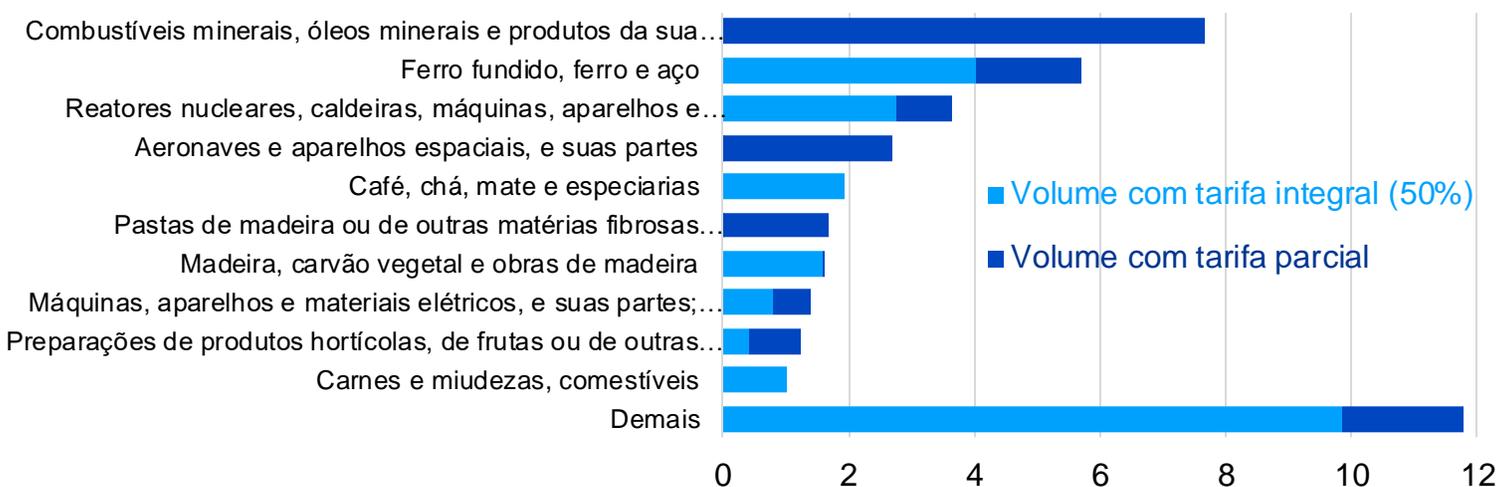
O Banco Central do Brasil encerrou o ciclo de alta de juros com a Selic em 15% em sua reunião de junho. A comunicação oficial, desde então, indica que este patamar será mantido por um período “bastante prolongado”, visando garantir a convergência da inflação em direção à meta.

A estratégia da autoridade monetária é evidente: dada a incerteza em relação ao cenário prospectivo e a convicção em torno do nível de restritividade da taxa de política monetária, o Banco Central opta por um período mais longo de juro elevado, em vez de elevar ainda mais a taxa e tentar um retorno mais rápido da inflação ao centro da meta.

O cenário ganhou uma complicação adicional. No dia nove de julho, o governo norte-americano anunciou a intenção de implementar tarifas de 50% sobre importações brasileiras a partir do dia 1º de agosto. Uma série de exceções foram anunciadas no último dia 30, reduzindo em cerca de 40% o total de exportações (em USD) que terão alíquota tarifária de 50%.

Exportações brasileiras para os EUA (2024)

Em US\$ bilhões. Fontes: MDIC, Porto Asset Management



Considerando a pauta de exportações brasileiras para os EUA e a relevância das exportações em nosso PIB, pode-se afirmar que a majoração das tarifas terá impacto reduzido no PIB, estimado entre 0,2 e 0,4 ponto percentual.

O impacto sobre a inflação também deve ser limitado. Por um lado, pode haver um benefício em preços de commodities no curtíssimo prazo, o que aliviaria a inflação de alimentos. Por outro, a imposição de tarifas pressupõe que o real ficará mais depreciado, reduzindo o benefício desinflacionário derivado da apreciação cambial ocorrida durante o primeiro semestre.

O maior risco é a possibilidade de uma escalada do conflito comercial. Diante da imposição de tarifas de 50%, a melhor reação para o governo brasileiro, sob a ótica da política econômica, é não retaliar. Se isso não se confirmar e houver retaliação, os efeitos da guerra comercial podem ser severos.

Pelas características de nossa pauta de importação, um eventual aumento das tarifas para bens importados dos EUA levaria à redução da atividade doméstica, associada ao avanço da inflação. Essa combinação é evidentemente negativa para o bem-estar econômico.

Este é um fator de risco relevante vindo do cenário externo, mas há outros a serem considerados. Indicadores de alta frequência da economia norte-americana apontam arrefecimento gradual do crescimento. Em oposição a isto, a aprovação da lei orçamentária nos EUA gera riscos de alta para o investimento no quarto trimestre e durante 2026.

O mercado de trabalho segue em trajetória de desaceleração, com o saldo de vagas criadas no setor privado substancialmente enfraquecido no dado referente a julho (divulgado no dia 01/08). Vale mencionar que esta última divulgação também trouxe questionamentos pelo lado da oferta do mercado de trabalho, com salários acelerando enquanto a ocupação cai.

Por enquanto a taxa de desemprego está baixa para os padrões históricos, mas há risco de deterioração caso a desaceleração se consolide.

O FED mantém uma postura cautelosa, seja por ainda não ter sido convencido dos riscos baixistas ao mercado de trabalho (visão terá de ser testada ante o relatório de emprego decepcionante de julho), seja pela incerteza relacionada à dinâmica da inflação nos próximos trimestres.

Mesmo sem considerar consequências da Guerra Comercial, a inflação dos EUA permanece acima da meta e retrocede de forma muito gradual. Como discutido em relatórios anteriores, o efeito das tarifas sobre a inflação nos EUA é incerto.

No entanto, será difícil que a maior parte do comitê de política monetária do FED desconsidere o risco de inflação mais elevada. Assim, salvo por uma rápida deterioração da atividade (ou do mercado de trabalho), o alívio monetário será gradual.

Ainda esperamos queda na taxa de juros dos EUA, mas a trajetória e o patamar final dos juros estão sujeitas a forças opostas nos dois lados do mandato do FED. O Banco Central vê os juros como moderadamente restritivo e ainda não deu indicação de que pretenda alterar a postura de política monetária. A volatilidade nos dados mais recentes, bem como a revisão paulatina nos indicadores de mercado de trabalho não ajudam na distinção entre sinal e ruído.

A conjuntura doméstica apresenta poucas novidades em relação à nossa última revisão de cenário. A atividade econômica desacelera gradualmente. Apesar da decepção na última rodada de divulgação dos dados setoriais do IBGE, a projeção do PIB ainda aponta para um crescimento saudável de 2,5% durante o ano. Há de se considerar que esta projeção contempla uma desaceleração sensível no segundo semestre.

Por outro lado, o mercado de trabalho ainda está aquecido. A última divulgação da PNAD mostra a taxa de desocupação na mínima histórica, e a massa de renda real cresce a saudáveis 5% ao ano.

Sinais de desaceleração podem ser observados em sondagens da indústria, do comércio e serviços, mas ainda há um longo caminho a ser percorrido na direção de hiato do produto negativo e menos pressão inflacionária vinda da demanda.

Taxa de desemprego

Em % da força de trabalho, com ajuste sazonal. Fontes: IBGE, Porto Asset Management

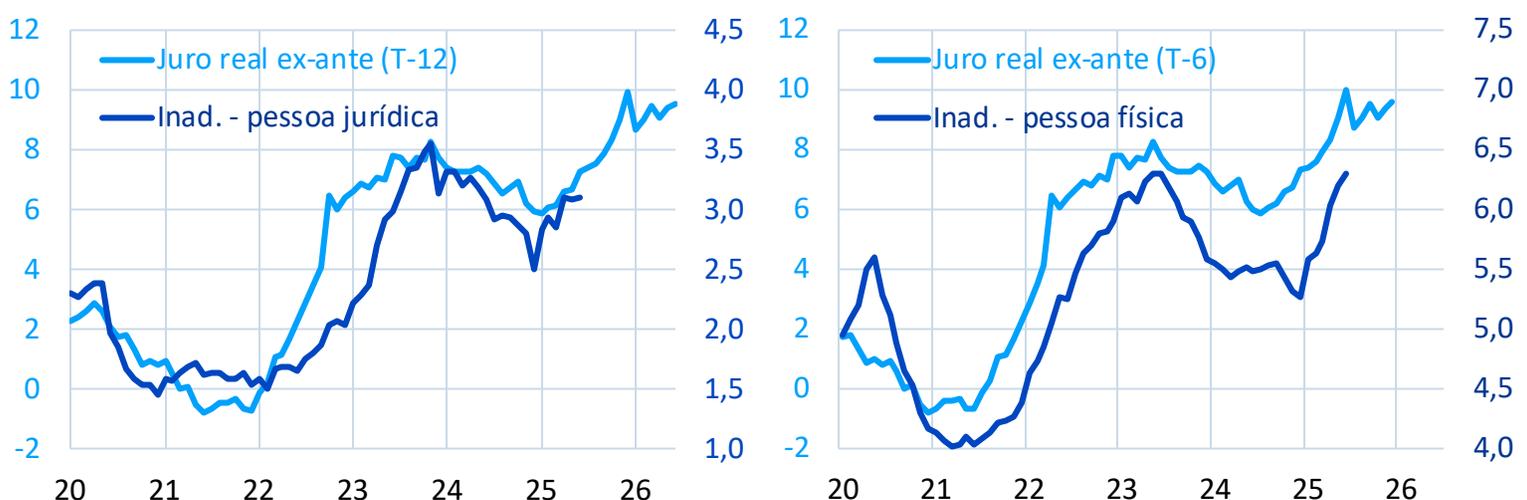


Além dos indicadores de confiança, os dados de inadimplência acendem um sinal de alerta. Enquanto a inadimplência de pessoas jurídicas ainda está em patamar baixo, a de pessoas físicas teve um avanço significativo nos últimos três meses. Com efeito, o gap que existia entre a taxa de juro real ex-ante e a taxa de inadimplência de pessoas físicas foi completamente consumido.

A última divulgação das Notas de Crédito do Banco Central também sugere que as concessões estão perdendo força e ocorrem, no caso das pessoas físicas, principalmente em linhas que mostram algum estresse por parte do consumidor. Ou seja, podemos estar efetivamente nos aproximando de um ambiente de contração do consumo das famílias.

Inadimplência - crédito livre

Fontes: BCB, Porto Asset Management



Mesmo assim, a conjuntura ainda está aquecida. Um sinal claro disto é a dinâmica das contas externas. O déficit em conta corrente da economia brasileira avançou na última divulgação, a despeito do bom desempenho da safra. Há um claro risco de deterioração adicional caso as tarifas impactem de forma significativa as exportações.

Preocupa também que o déficit em conta corrente não seja completamente financiado pelo investimento direto no país. Isso significa que o déficit tem de ser, cada vez mais, financiado por dívida.

O juro precisa ficar elevado para sustentar este fluxo, ao mesmo tempo que mantém a moeda mais apreciada. Vale o alerta de que vimos uma evolução semelhante do equilíbrio externo durante a primeira metade da década passada.

Grande parte do motivo por trás desse descompasso é a expansão fiscal vista desde 2022. O aumento substancial nos gastos do setor público impulsionou a demanda. Isso pode ter sido contornado durante o primeiro semestre, mas suspeitamos que a execução orçamentária de 2025 será focada em dispêndios no último trimestre. Ou seja, a foto do fiscal no passado recente é melhor do que o filme a ser apresentado nos próximos meses.

O risco recorrente é a majoração de programas de transferência de renda, a implementação de medidas extraordinárias para compensar o impacto das tarifas ou a aprovação da reforma que isentará rendimentos de até R\$ 5.000,00 da cobrança do Imposto de Renda, sem as devidas compensações.

O ajuste fiscal necessário no Brasil passa pela reversão na dinâmica crescente de gastos do governo, mas não é razoável supor que isso ocorrerá antes do próximo ciclo eleitoral. Normalmente, reformas estruturais dessa magnitude são executadas no primeiro ano após o pleito. Ou seja, é provável que este seja um tema relevante em 2027, não em 2026.

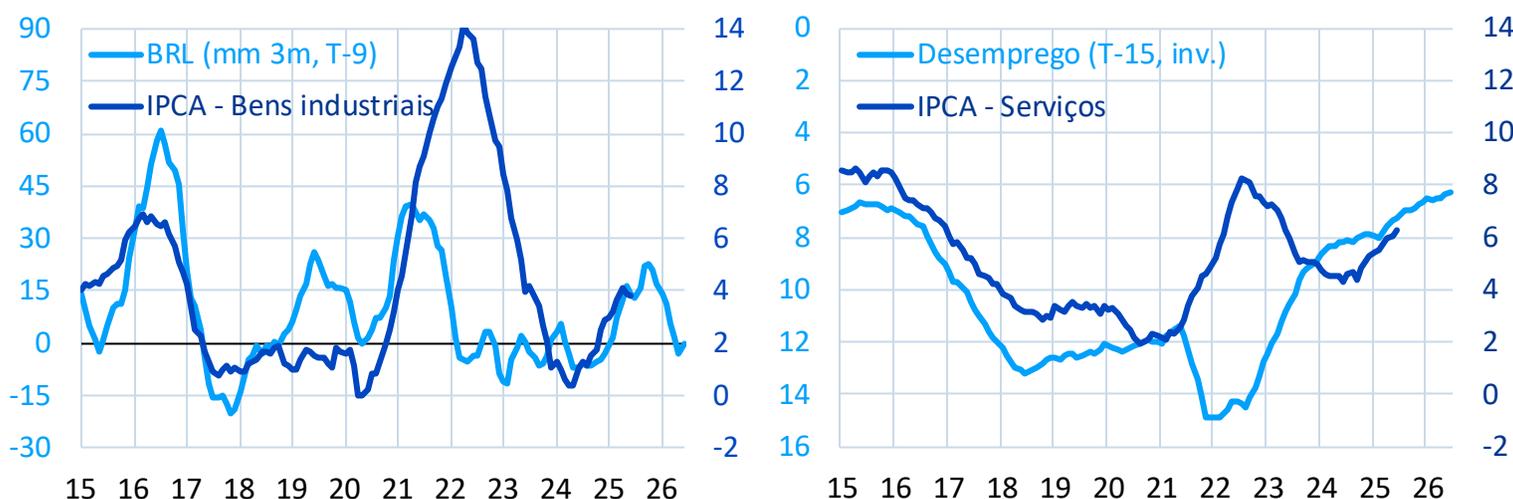
Ainda assim, com o prêmio de risco bem-comportado e o dólar global fraco (comparado ao começo do ano), a postergação deste ajuste não parece ser um problema no momento. Contudo, sabemos pelo passado recente que os ânimos mudam rapidamente.

Finalmente, há de se considerar a inflação. No último relatório, destacamos o impacto da apreciação cambial do primeiro semestre sobre a dinâmica esperada para a inflação dos itens comercializáveis nos próximos 18 meses.

Ao mesmo tempo, o mercado de trabalho aquecido ainda sugere a sustentação da inflação de serviços. Assim, o cenário de inflação não sofre mudanças consideráveis. A desinflação esperada à frente é um reflexo da apreciação cambial.

Componentes da inflação

Variação % em 12 meses. Fontes: IBGE, BCB, Porto Asset Management



Nesta configuração do cenário externo, da atividade, do fiscal e da inflação, é razoável que as expectativas para o IPCA de 2026 em diante, coletadas no Boletim Focus, recuem lentamente. Ou seja, no somatório dos determinantes para o Copom, o argumento por esperar certamente permanecerá majoritário no futuro próximo.

Ao finalizar o ciclo de altas de 2015, o Copom manteve os juros inalterados por nove reuniões até iniciar o ciclo de cortes. Já após o ciclo de altas encerrado em 2022, o Copom ficou parado por sete reuniões até cortar os juros.

Estes dois ciclos parecem bons exemplos para entender o que a autoridade monetária quer dizer com manter os juros elevados por um período “bastante prolongado”. Um corte antes da virada do ano não parece se encaixar nessa descrição.

Com nossas projeções de atividade e inflação, acreditamos que o Banco Central enxergará a inflação próxima ao centro da meta durante o primeiro trimestre de 2026. Assim, ante toda a informação recebida até agora, mantemos a avaliação de que o ciclo de cortes se iniciará em março do ano que vem.

| | 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 | 5,4 (5,4) | 4,2 (4,2) |
| BRL R\$/US\$, dez. | 5,22 | 4,84 | 6,19 | 5,70 (5,70) | 5,80 (5,80) |
| Selic %, dez. | 13,75 | 11,75 | 12,25 | 15,00 (15,00) | 11,50 (11,50) |

(p): atual (anterior)