

Boletim MACRO

Outubro 2025 • Nº 172



Os principais desafios para o corte de juros no Brasil

São grandes as especulações em torno do momento em que o Banco Central dará início a um processo de queda dos juros. Muitos são os interessados nesse processo. Não falta, inclusive, quem se preocupe com o impacto dos juros elevados sobre as contas públicas, percebendo certa urgência na redução dos juros

Uma medida de força para a economia

O **FGV IBRE** elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais para o debate sobre o desenvolvimento do país. O site **Observatório da Produtividade Regis Bonelli** reúne uma ampla base de dados sobre a produtividade, fornecendo informações para uma maior compreensão do tema e contribuindo para a formulação de políticas públicas que possam impulsionar o crescimento.



Acesse o site

Observatório da Produtividade Regis Bonelli

Disponível em versão mobile e desktop

<https://fgv.br/ibre/observatorio-produtividade>

Os principais desafios para o corte de juros no Brasil

José Júlio Senna, Silvia Matos e Livio Ribeiro

São grandes as especulações em torno do momento em que o Banco Central dará início a um processo de queda dos juros. Muitos são os interessados nesse processo. Não falta, inclusive, quem se preocupe com o impacto dos juros elevados sobre as contas públicas, percebendo certa urgência na redução dos juros.

O Banco Central não dá pista alguma acerca de quão distantes estamos do referido momento. Na verdade, evita a todo custo até mesmo tocar no assunto.

Num trabalho publicado na década em que o regime de metas de inflação passou a ser adotado por diferentes países, mais precisamente em 1997, o economista Lars Svensson argumentou que a implementação do referido sistema envolvia interpretá-lo como um regime de metas de projeção da inflação.

Svensson ponderava que a própria performance da autoridade monetária deveria ser avaliada com base em sua capacidade de minimizar a distância entre a projeção e a meta. O objetivo seria levar a projeção para o seu objetivo numérico, mantendo-a nesse nível.

Qualquer exercício de especulação sobre as condições que precisarão ser preenchidas para que o BC se sinta suficientemente confortável para começar a reduzir os juros passa por entender se os atuais dirigentes da instituição estão dispostos, ou não, a seguir o arcabouço sugerido pelo economista sueco.

Historicamente, as publicações do Banco Central tratam as projeções de inflação como um insumo importante, que auxilia o Copom em suas tomadas de decisão. Além disso, em episódio não muito distante, o BC deu início a um processo de redução de juros num momento em que as projeções de inflação se situavam acima das metas. Referimo-nos ao período compreendido entre agosto de 2023 e maio de 2024.

Por certo, na época, isso não ficava muito claro, pois tanto as projeções quanto as metas faziam referência a anos calendários. Para chegar à conclusão acima, era preciso recorrer a exercícios de interpolação, bem como trabalhar com projeções e metas ponderadas.

O referido ciclo de baixa não durou muito. E precisou ser revertido. Repetir a experiência de promover uma sequência de quedas de juros num quadro de inflação projetada acima da meta talvez não seja recomendável. No momento, isso talvez fosse ainda mais custoso, em razão do fato de que existe agora plena transparência a respeito da projeção oficial de inflação para o horizonte relevante (3,4%), ao mesmo tempo em que a meta não requer interpolação alguma, pois está constante em 3,0% a.a.

De qualquer modo, é razoável imaginar que, desta vez, a atual diretoria do Banco Central prefira ficar em território mais seguro, evitando iniciar a redução dos juros antes de a projeção oficial convergir para a meta. Tal opção seria perfeitamente compreensível se aceitarmos a ideia de que nenhuma outra variável reúne tantas informações relevantes sobre o futuro da inflação quanto a referida projeção.

Por certo, mesmo que seja este o caso, não faria sentido explicitar o raciocínio, para evitar que a estratégia do BC seja vista como algo mecânico, ou seja, uma regra a ser cumprida sob quaisquer circunstâncias. Evitar isso seria uma maneira de preservar a flexibilidade da política monetária.

Admitindo-se, por um instante, que o arcabouço proposto por Svensson norteará a decisão do BC, o passo seguinte envolve examinar as perspectivas de a projeção convergir para a meta proximamente. Ao contrário do que imaginam muitos analistas e participantes de mercado, não há sinais concretos de que isso acontecerá. É

verdade que o atual grau de restrição monetária é forte. O problema é o ímpeto gastador do governo federal, que, no decorrer dos últimos dois anos e meio, tem representado importante obstáculo ao controle da inflação. Pouco provável que isso se altere até as eleições.

Exame cuidadoso da política fiscal recente deixa claro que, no primeiro semestre de 2025, o chamado impulso fiscal foi negativo. Foi revertida, portanto, a fase expansionista do ano passado. Isso ocorreu tanto no âmbito federal, quanto no tocante aos governos subnacionais.¹

No entanto, já se observa uma importante mudança de direção da política fiscal e de outras medidas capazes de contribuir para o aumento do consumo das famílias. Os estímulos implícitos em programas como o Gás para Todos e o referente à tarifa social de energia são exemplos de fatores que nos permitem chegar à referida conclusão, cabendo lembrar que há pouco foi liberado elevado volume de pagamento de precatórios.

Para o ano que vem, a expectativa é de impulso fiscal positivo. Teremos medidas de crédito e parafiscais que impactarão significativamente a atividade econômica, a despeito de, pelo menos oficialmente, respeitarem o Arcabouço Fiscal. Ilustram essa preocupação a concessão de crédito para o setor produtivo, o programa Brasil Soberano e os mecanismos recém-criados voltados para a expansão do crédito imobiliário.

Além dessas considerações, cabe lembrar que, nos últimos anos, o modelo de projeções do BC tem gerado estimativas de hiato de produto que logo em seguida são revistas. O problema é que tais revisões têm sido feitas sistematicamente para cima.²

Tal histórico faz com que nos preocupemos com a estimativa oficial do BC apresentada no Relatório de Política Monetária (RPM) de setembro de 2025. Segundo o RPM, a estimativa do hiato do produto para o terceiro trimestre deste ano é de 0,5% e a projeção para o primeiro trimestre de 2027 é de -0,5%. Tal previsão sugere pressões inflacionárias mais brandas no horizonte relevante de política monetária, uma vez que, nos próximos trimestres, experimentaríamos fechamento do hiato.

Outro ponto a ser mencionado é que os estudos apresentados nos Relatórios de Política Monetária destacam a elevada incerteza sobre a mensuração do hiato do produto, dificultando, portanto, um diagnóstico preciso acerca do estado atual e prospectivo da economia. Nesse sentido, o cenário de fechamento do hiato pode não se materializar. Segundo estimativas da equipe do Boletim Macro IBRE, o cenário mais provável é de que a atividade econômica dificultará o processo de convergência da inflação para a meta. A razão é que, muito possivelmente, a política fiscal voltará a operar em sentido contrário ao da política monetária. Nossas projeções são de taxas de crescimento de 2,0% no ano corrente e de 1,9% em 2026. Simulações realizadas pela equipe do Boletim sugerem que hiato do produto em nível de neutralidade somente seria obtido na hipótese de estagnação do crescimento do PIB no ano que vem.

Em suma, como o histórico recente do BC tem envolvido revisões para cima das estimativas apresentadas rotineiramente nos Relatórios de Política Monetária, é razoável supor que isso poderá ocorrer novamente, deixando claras as dificuldades de prever inflação na meta, proximamente.

Devido aos diversos pontos mencionados anteriormente, avaliamos ser elevada a probabilidade de o Comitê de Política Monetária optar por agir de maneira prudente, evitando ingressar num ciclo de queda de juros antes de a projeção oficial de inflação se mostrar pelo menos muito próxima da meta de 3,0%. Em princípio, e na medida em que o cenário econômico siga evoluindo de acordo com o esperado pela autoridade monetária, ou seja, revelando queda adicional das expectativas de inflação e algum fechamento do hiato do produto, faz sentido imaginar que o tão esperado corte de juros possa acontecer apenas a partir de meados de 2026.

¹<https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/series-historicas/outros/gasto-publico-teve-impacto-contracionista-sobre-o-pib-no-1o-semester-de>

²Para mais detalhes ver artigo: <https://go.fgv.br/3BaqnYG1bW5>

Destaques do cenário macro doméstico

Silvia Matos³

Os dados divulgados referentes ao PIB do terceiro trimestre têm confirmado a desaceleração da atividade. Em particular, a indústria de transformação deve ficar estagnada em relação ao mesmo período do ano anterior, um valor inferior ao estimado anteriormente. No entanto, dados recentes referentes à agropecuária foram mais positivos. Com isso, mantemos a previsão de crescimento do PIB do terceiro trimestre em 0,2% (TsT) e de 1,7% (AsA). Os efeitos defasados da política monetária estão surtindo efeito sobre as atividades cíclicas, mas as atividades mais “exógenas” ao ciclo monetário têm contribuído positivamente para o PIB.⁴

Com relação à absorção doméstica, revisamos apenas o crescimento do investimento, de -0,2% (TsT) para 0,8% (TsT). No entanto, é importante ter cautela sobre esse desempenho no terceiro trimestre. Conforme destacado em edições anteriores do BMI, há uma desaceleração em curso, mas a avaliação sobre a intensidade da desaceleração é prejudicada pela volatilidade nos dados de importação de bens de capital. Como ocorreu no primeiro trimestre, houve a importação de uma plataforma de petróleo em setembro deste ano. Utilizando os dados do ICOMEX (FGV IBRE), a importação de bens de capital foi de 18% no terceiro trimestre em relação ao mesmo período do ano passado, acelerando em relação ao resultado interanual do segundo trimestre. Porém, se excluirmos a importação de plataforma de petróleo, houve queda de 3,4% no quantum importado. No acumulado do ano, a importação de bens de capital cresceu 24% no quantum agregado, mas se excluirmos plataformas, o número cai para 8%. Para o ano fechado, estimamos que o investimento possa crescer 3,7%, mas seria 2,2% se excluirmos as plataformas.

Mantemos a expectativa de crescimento do PIB em 2% no ano. Para 2026, a expectativa é de 1,9%.

Esse cenário de desaceleração das atividades cíclicas é corroborado pelos Índices de Confiança do FGV IBRE. Em setembro, os índices de confiança registraram alta. Pelo lado empresarial, o Índice de Confiança (ICE) registrou leve alta depois de uma sequência de quedas, mas concentrada nos indicadores de presente, enquanto os indicadores sobre os próximos meses seguem trajetória negativa. Na ótica dos consumidores, uma correção das expectativas justifica a alta do mês, mas o Índice de Confiança (ICC) segue oscilando em nível inferior.

Uma prévia com dados até o dia 14 de outubro indica que o cenário desafiador deve seguir. A confiança empresarial ficaria estável, com variações próximas a zero tanto no índice de situação atual quanto em relação às expectativas. Entre os setores, a piora ficaria concentrada em serviços e construção, com alta no comércio e estabilidade na indústria. Pelo lado dos consumidores, a prévia indica possível queda em outubro, devolvendo a alta de setembro e mantendo a confiança em patamar baixo.

No tocante ao mercado de trabalho, os sinais de resiliência ainda se mostram presentes nas divulgações da PNAD-C. Após os números da taxa de desemprego de agosto, (resultado em linha com a nossa projeção de 5,6% na série sem ajuste e 5,8% na série dessazonalizada), a expectativa é que o mercado de trabalho continue apertado. Para setembro, esperamos taxa de desemprego de 5,5%, o que representa 5,8% nos dados com ajuste sazonal. Com isso, a taxa de desemprego com ajuste sazonal no terceiro trimestre estaria em torno de 5,8%, ligeiramente abaixo do valor registrado no segundo trimestre, de 6%.

Com relação aos dados do emprego formal do Caged, os sinais de desaceleração são mais evidentes. O resultado de agosto registrou saldo de 147,4 mil vagas, abaixo do projetado pelo FGV IBRE de 179,3 mil. Ajusta-

³Com contribuições de Caio Dianin, Rodolpho Tobler, Daniel Duque, André Braz e Matheus Dias.

⁴Para mais detalhes ver artigo sobre Atividade Econômica: <https://go.fgv.br/b222P2LTmYI>

do sazonalmente, o saldo foi de 56,3 mil, significativamente abaixo de julho de 2025 (102,4 mil) e junho de 2025 (108,6 mil), indicando perda de fôlego no ritmo de contratações. Para setembro último, a projeção é de 180,8 mil vagas, equivalente a 46 mil vagas com ajuste sazonal, indicando uma desaceleração relevante nos dados dessazonalizados. Para o terceiro trimestre, a média móvel de contratações está em torno de 68 mil vagas, um pouco abaixo da metade do resultado do no segundo trimestre, de 148 mil vagas.

E por fim, há boas notícias em relação aos dados correntes de inflação, embora haja desafios persistentes na inflação de serviços. Até abril de 2025, as projeções levantadas pelo Boletim Focus apontavam inflação anual próxima de 6%, em face de choques vindos de alimentos e serviços. No entanto, uma safra favorável e um câmbio mais valorizado contribuíram para amortecer as tensões, especialmente no grupo “alimentação no domicílio”. A previsão para esse segmento, que havia se aproximado de 8% em abril, recuou gradualmente diante da melhora na oferta e da estabilização cambial. Em consequência, as expectativas de inflação começaram a ceder — recentemente, o mercado tem projetado IPCA para 2025 em torno de 4,7%. Esse arrefecimento eleva a possibilidade de que a inflação fique dentro do intervalo de tolerância da meta — ou seja, acima da meta central de 3%, mas sem ultrapassar o teto de 4,5% fixado pelo Conselho Monetário Nacional. A trajetória favorável ainda está sendo reforçada por fatores como a continuidade da queda nos preços dos alimentos (estimulada pela regularização das chuvas), o possível término da bandeira tarifária e a Petrobras mantendo o preço da gasolina acima do nível de paridade internacional (PPI) — de modo que, caso a estatal anuncie um recuo, um cenário com inflação abaixo de 4,5% se torna ainda mais factível, algo quase inimaginável há poucos meses. Por outro lado, o segmento de serviços livres segue pressionado, e há pouco espaço para desaceleração adicional nessa frente até o final do ano.

Um dado recente que reforça esse viés mais benigno é o Monitor da Inflação, que antecipa taxa de inflação de 0,23% para outubro, com continuidade do recuo nos preços de alimentação no domicílio — o que aumenta a probabilidade de encerrarmos 2025 com inflação dentro da banda de tolerância da meta.

Porém, como bem destacado no editorial deste mês, o desafio atual é garantir a continuidade no processo de desinflação ao longo do ano que vem. Por enquanto esse cenário não está assegurado.



Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Praia de Botafogo, 190 – CEP 22250-900 – Rio de Janeiro – RJ
Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 3799-4747

Primeiro Presidente e Fundador

Luiz Simões Lopes

Presidente

Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Conselho Diretor

Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Clovis José Daudt Darrigue de Faro, Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque

Vogais: Ary Oswaldo Mattos Filho, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, José Ermírio de Moraes Neto, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Marcílio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes: Aldo Floris, Alexandre Koch Torres de Assis, Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Antonio Monteiro de Castro Filho, Carlos Eduardo de Freitas, Gilberto Duarte Prado, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Marcelo José Basílio de Souza Marinho

Conselho Curador

Presidente: João Alfredo Dias Lins (Presidente em exercício)

Vice-presidente: João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos & Cia.)

Vogais: Antonio Alberto Gouveia Vieira, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado de Minas Gerais, Estado do Rio de Janeiro, Estado do Rio Grande do Sul, Federação Brasileira de Bancos (Isaac Sidney Menezes Ferreira), General Sergio Westphalen Etchegoyen, IRB – Brasil Resseguros S.A. (Antônio Cássio dos Santos), João Alfredo Dias Lins (representante da Klabin Irmãos & Cia), Luiz Carlos Piva, Luiz Ildefonso Simões Lopes, Luiz Roberto do Nascimento e Silva, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Maria Tereza Leme Fleury, Miguel Pachá, Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Ricardo Oberlander, Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Resseguros e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo (Ronaldo Mendonça Vilela)

Suplentes: Almirante Petronio Augusto Siqueira de Aguiar, Alvaro Toubes Prata, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, Guilherme Ary Plonski, Heloi José Fernandes Moreira, Istvan Karoly Kasznar, Leila Maria Carrilo Cavalcante Ribeiro Mariano, Nilson Teixeira, Raphael José de Oliveira Barreto, Sandoval Carneiro Junior, Tenente Brigadeiro-do-Ar Jeferson Domingues de Freitas

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Infraestrutura e Mercados Globais: Túlio Barbosa

Superintendência de Pesquisa, Dados e Operação: André Lavinas

Superintendência de Gestão Estratégica e Organizacional: Joana Braconi

Superintendência de Produtos Digitais: Viviane Seda

Superintendência de Tecnologia da Informação: Vitor Rangel



Instituto Brasileiro de Economia

Diretor

Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Boletim Macro IBRE

Coordenação geral e técnica

Silvia Matos

Revisão editorial

Fernando Dantas

Editoria de arte

Marcelo Nascimento Utrine

Equipe Permanente

José Júlio Senna

Livio Ribeiro

Colaboradores

André Braz

Caio Dianin

Daniel Duque

Rodolpho Tobler

Advertência

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 19 de outubro de 2025. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.

Boletim **MACRO**

Para edições anteriores, acesse:

<https://portalibre.fgv.br/boletim-macro>