

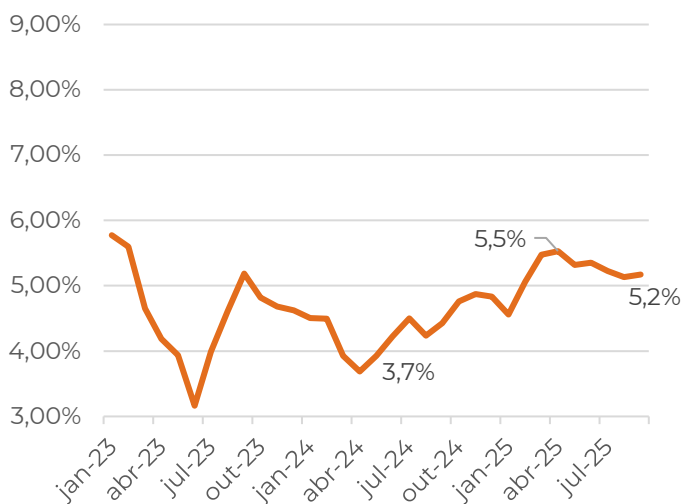
**Banco Central Emparedado**

O Banco Central manteve a taxa Selic em 15% ao ano na reunião de novembro e sinalizou que o atual patamar, elevadíssimo por sinal, persistirá por um período prolongado. De fato, a autoridade monetária está emparedada. O esforço no sentido de fazer valer o canal de transmissão da política monetária via demanda tem sido prejudicado pelos gastos públicos. Há uma desaceleração do crescimento em curso, que coincide com um impulso fiscal menor em 2025, mas as perspectivas são de retomada do expansionismo. O juro real está em um dos patamares mais elevados das últimas décadas. E vai permanecer assim por mais tempo.

O Banco Central manteve a Selic em 15% ao ano na reunião de novembro. Afirmou que o cenário atual exige cautela e que a estratégia de manter o nível corrente da taxa de juros (altíssimo, por sinal) durante um período bastante prolongado é suficiente para assegurar a convergência da inflação à meta. Cita como principais riscos as expectativas desancoradas, o cenário externo e o comportamento da demanda doméstica.

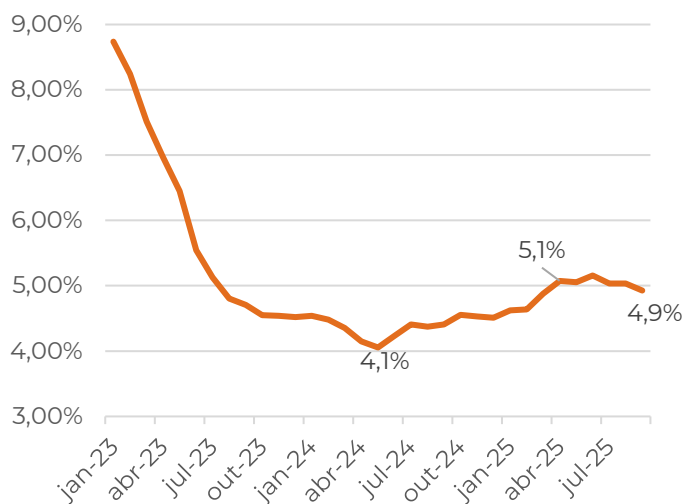
De fato, o processo de desinflação se mostra bastante lento e concentrado em bens sensibilizados pelo câmbio mais apreciado e pela queda de alguns preços de commodities. A consolidação da redução da inflação exige que a desaceleração da demanda persista ou se acentue. O principal desafio à concretização de um enfraquecimento mais substancial está na política fiscal a ser adotada no ano que vem.

Gráfico 1: IPCA
(% em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil

Gráfico 2: Núcleo do IPCA
IPCA sem alimentos e energia
(% em 12 meses)



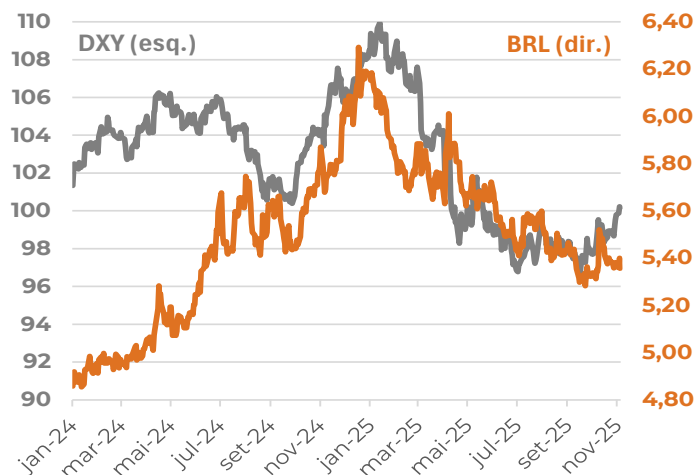
Fonte: Banco Central do Brasil

Câmbio e Commodities

Os dados mostram que os principais fatores por trás da queda (ainda que moderada) da inflação que estamos vivenciando atualmente, tanto dos núcleos quanto do índice cheio, são câmbio e commodities. O real brasileiro, após perder valor intensamente ao longo de 2024 apresentou valorização substancial em 2025. Não dá para negar que a taxa de câmbio, um dos mecanismos de transmissão da política monetária, reagiu ao elevadíssimo

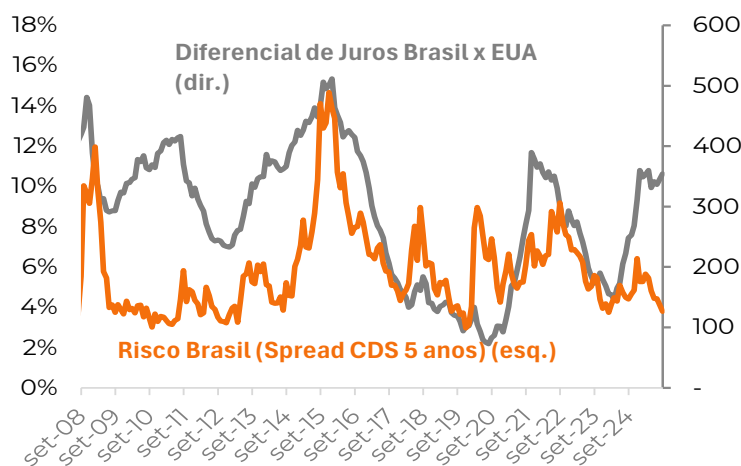
diferencial de juros entre Brasil e Estados Unidos, em uma conjuntura de risco país contido. Mas também é fácil perceber que fatores externos contribuíram de forma importante para consolidar o movimento. No caso, a depreciação intensa da moeda norte-americana vis a vis outras divisas ajudou a impulsionar a moeda brasileira.

**Gráfico 3: Real e DXY
(cesta de moedas em relação ao dólar)
(Moedas / USD)**



Fonte: Bloomberg

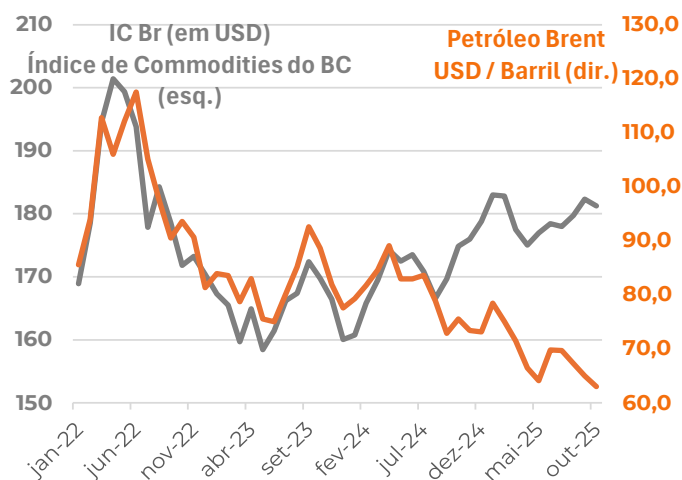
**Gráfico 4: Diferencial de Juros Brasil x EUA
(taxa de 1 ano, % a.a.) e CDS Brasil (bps)**



Fonte: Bloomberg

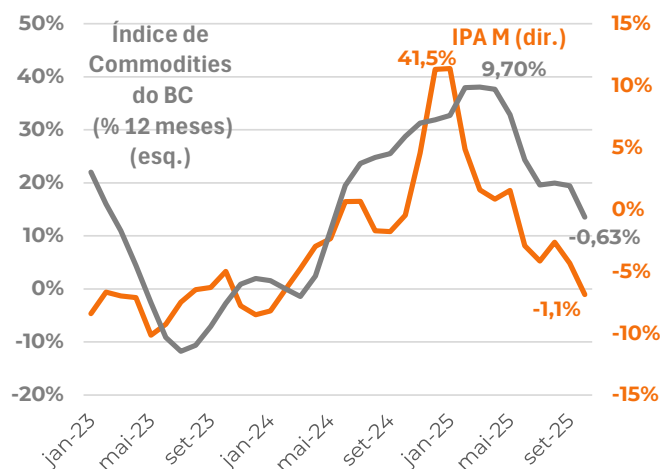
Os preços de commodities interromperam a tendência de alta que predominou em 2023 e 2024. O grande destaque ficou por conta do petróleo, que tem apresentado queda importante nos últimos meses como resultado de alguma moderação das tensões geopolíticas e do esforço agressivo empreendido pelo presidente dos Estados Unidos, Donald Trump, no sentido de acelerar a extração. O resultado é claro: variação negativa de bens transacionáveis no atacado (aqui representado pelo IPA-M).

**Gráfico 5: Índice de Commodities do BC e
Preços do Petróleo
(em USD)**



Fonte: Banco Central do Brasil

**Gráfico 6: Variação do índice de
Commodities do BC (em BRL) e do IPA-M
(em 12 meses)**

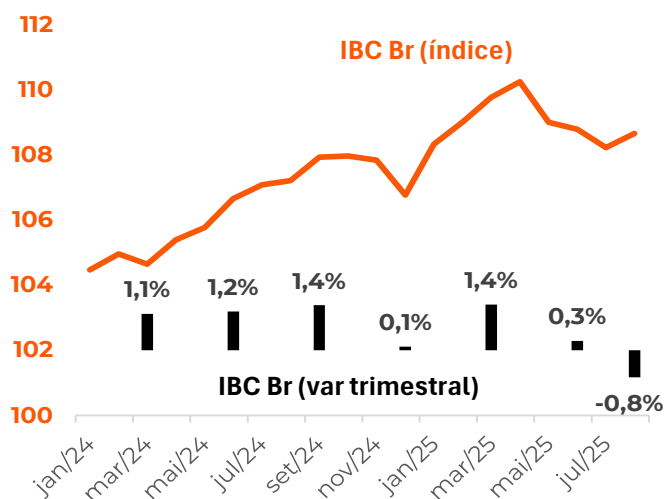


Fonte: Banco Central do Brasil

Demanda Doméstica

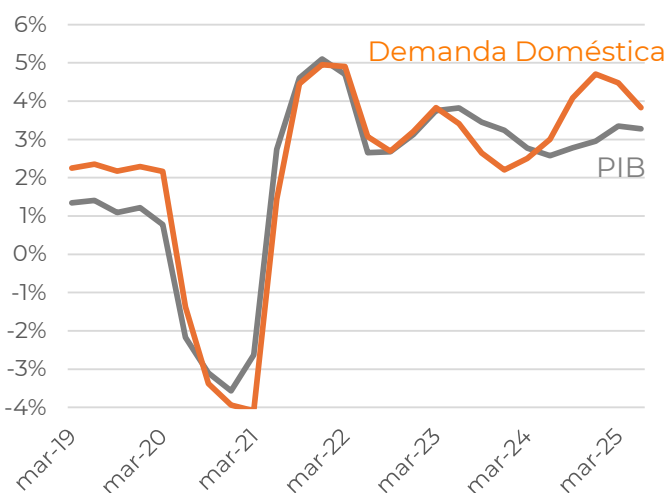
Mas quando olhamos para a demanda doméstica e seu impacto sobre a inflação, é mais difícil cantar vitória. Por um lado, é possível observar indicações claras de que o crescimento desacelerou ao longo de 2025. O Gráfico 7 mostra o comportamento do IBC-Br, que é um dado mensal que se aproxima do PIB (conhecido trimestralmente). E o gráfico 8, ainda que com dados disponíveis só até o segundo trimestre de 2025, mostra a redução da diferença entre o crescimento da demanda do próprio PIB.

**Gráfico 7: IBC-Br
(em nível e variação em 3 meses)**



Fonte: Banco Central do Brasil

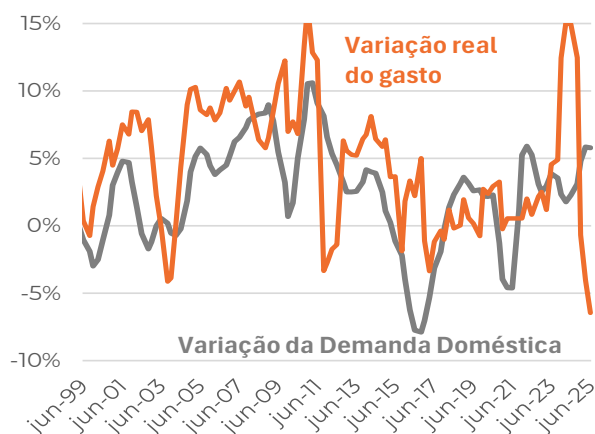
**Gráfico 8: Taxa de Crescimento da
Demanda Doméstica e do PIB
(% interanual)**



Fonte: IBGE

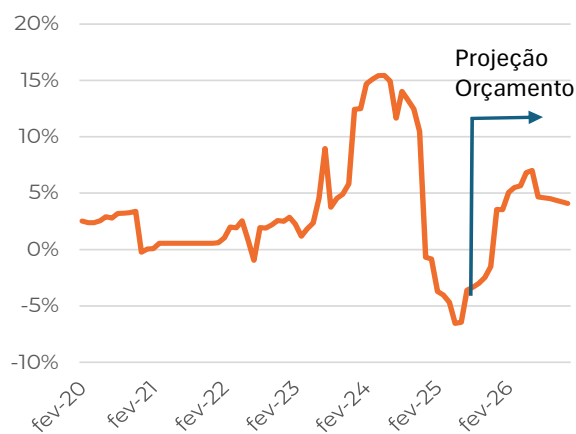
O que não dá para bater o martelo, no entanto, é que essa desaceleração será sustentada, mesmo sendo o juro tão restritivo. O fato é que, da mesma forma que a política fiscal impulsionou o PIB e a demanda em 2024, esta pode ter contribuído para o enfraquecimento de 2025. A má notícia é que as contas fiscais, segundo as projeções do próprio governo apontam para uma nova expansão ao longo do ano que vem.

**Gráfico 9: Variação do Gasto Público em
termos reais e variação da Demanda
(% ao ano)**



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e IBGE

**Gráfico 10: Crescimento Real das
Despesas do Governo Federal (excluídos
os Gastos Extraordinários com a Covid) (%
em 12 meses de 2020 a 2026)**

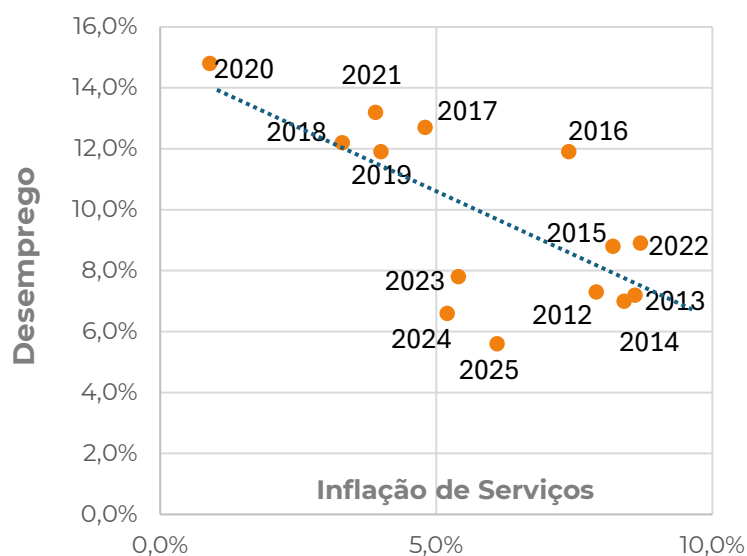


Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional e Ministério do Orçamento

Serviços e Mercado de Trabalho

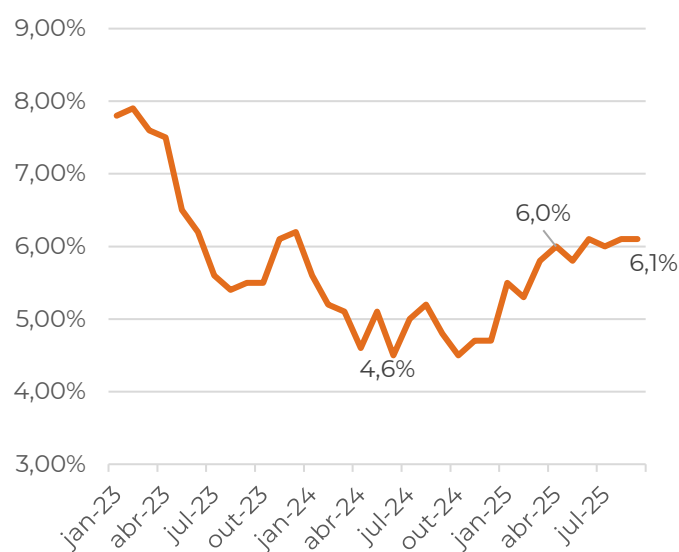
A desaceleração da demanda doméstica parece ter sido, até o momento, insuficiente para proporcionar folga no mercado de trabalho a ponto de reduzir substancialmente a inflação de bens não transacionáveis. A boa notícia, contida no gráfico 11, é que a relação entre desemprego e variação de preços do núcleo de serviços parece ter se deslocado para baixo nos últimos anos. A má notícia, é que precisaríamos de uma deterioração mais substancial no mercado de trabalho para colher um benefício suficiente em termos de desinflação. Mas na medida em que as pressões fiscais tendem a voltar ao longo do ano que vem, é possível que isso não ocorra.

Gráfico 11: Desemprego e Inflação de Serviços (% 12 meses)
(em agosto de cada ano)



Fonte: IBGE

Gráfico 12: Inflação e Serviços (% em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil

Conclusão

O Banco Central manteve a taxa Selic em 15% ao ano na reunião de novembro e sinalizou que o atual patamar, elevadíssimo por sinal, persistirá por um período prolongado. De fato, a autoridade monetária está emparedada. O esforço no sentido de fazer valer o canal de transmissão da política monetária via demanda tem sido prejudicado pelos gastos públicos. Há uma desaceleração do crescimento em curso, que coincide com um impulso fiscal menor em 2025, mas as perspectivas são de expansão substancial até o final do próximo ano. O juro real está em um dos patamares mais elevados das últimas décadas. E vai permanecer assim por mais tempo.

PEZCO ECONOMICS Economia & Mercados

Contato: economics@pezco.com.br

+55 (11) 3582 5509

Rua Bela Cintra, 1200, 1º andar, Consolação, São Paulo, SP

Este relatório foi preparado e publicado pela equipe de sócios e consultores da Pezco Consultoria, Editora e Desenvolvimento Ltda ("Pezco Economics"), exclusivamente para seus clientes e parceiros. Este documento tem como objetivo servir de base para a discussão de elementos do ambiente econômico e setorial, através da compilação de informações e exposição de análises e de pontos de vista. Foram tomados os melhores cuidados com a confiabilidade das informações e de suas fontes, mas não é possível garantir a exatidão delas ou das análises realizadas sobre elas. Todas as informações aqui contidas a título de "projeção" ou "previsão" estão fundamentadas em elementos e tendências disponíveis quando a análise foi produzida, cujos pressupostos podem mudar significativamente ao longo do tempo. Este documento não se destina a oferecer ou solicitar compra ou venda de quaisquer bens ou serviços. A Pezco Economics e os profissionais que participaram deste relatório não se responsabilizam por decisões tomadas com base neste. Tanto a Pezco Economics quanto seus sócios e consultores que figuram neste relatório podem manter posições em ativos mencionados neste documento, bem como podem estar participando ou ter participado de projetos de consultoria/assessoria relacionados a organizações aqui mencionadas – nesse caso, as análises resultantes desconsideram as informações não públicas e protegidas por acordos de confidencialidade. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído para qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, qualquer que seja o propósito, sem o prévio consentimento por escrito pela Pezco Economics.