

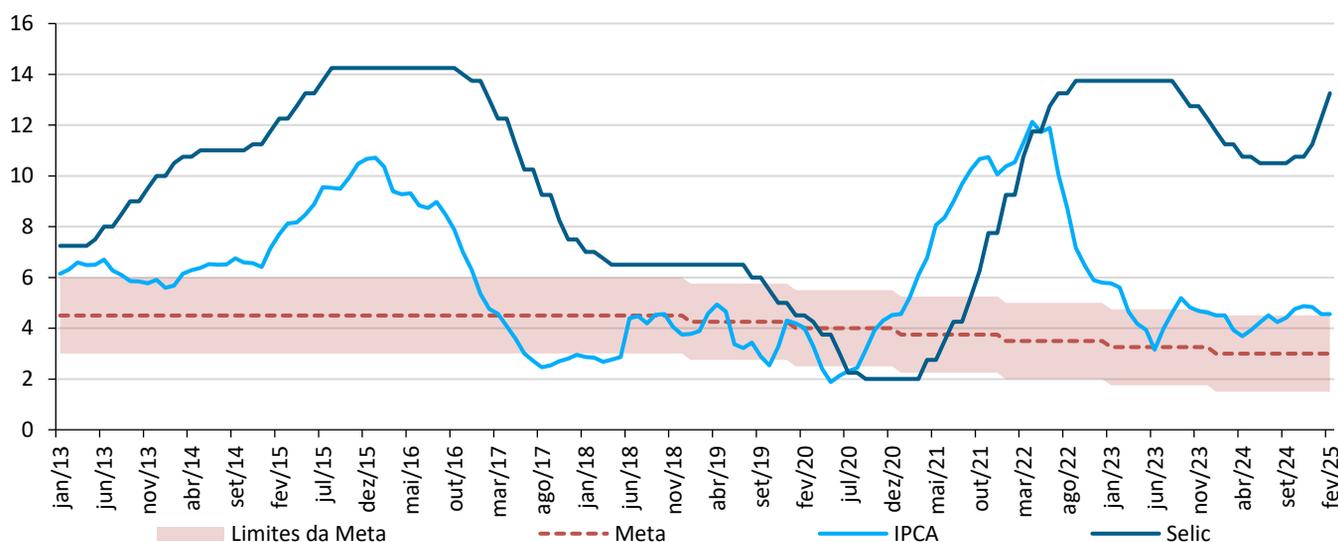
Apreciação do real pode aliviar pressões inflacionárias em 2025¹

Rafael Bacciotti e Lucas Martins

A depreciação do câmbio entre 2023 e 2024 foi um dos principais fatores responsáveis pelo desvio da inflação em relação ao centro da meta, elevando o risco de o IPCA ultrapassar novamente o limite superior em 2025. No entanto, a recente valorização do real, observada desde fevereiro, pode trazer algum alívio ao cenário inflacionário. Simulações indicam que, caso a taxa de câmbio se mantenha no patamar atual de R\$5,71/US\$, o IPCA pode ser reduzido em até 0,2 ponto percentual neste ano.

Na reunião de janeiro, o Comitê de Política Monetária (Copom) decidiu aumentar a taxa básica de juros em 1 ponto percentual, levando a Selic de 12,25% a.a. para 13,25% a.a. O comitê também manteve a sinalização de um novo aumento de mesma magnitude em março, para 14,25% a.a. O Copom, no entanto, não antecipou os próximos passos, ressaltando que a duração e a intensidade do ciclo de aperto dependerá da evolução da atividade econômica, das projeções de inflação e do balanço de riscos.

GRÁFICO 1. INFLAÇÃO E JUROS (%)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

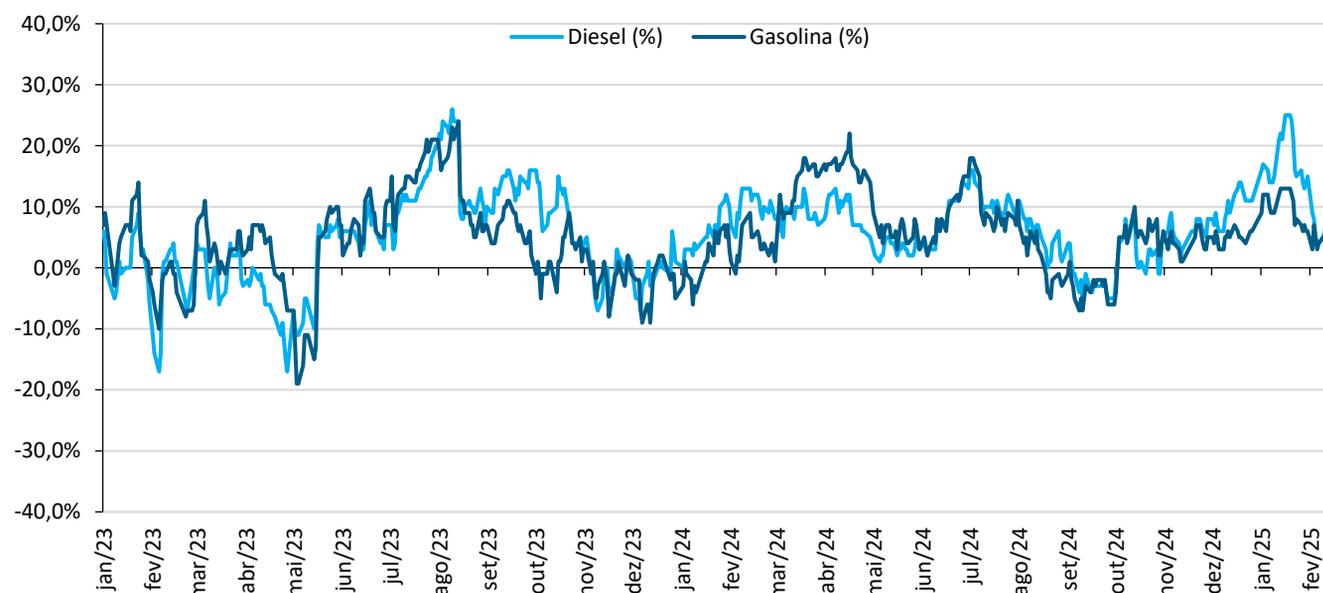
O cenário de referência do Copom projeta que a variação do IPCA passe de 5,2% em 2025 para 4,0% no terceiro trimestre de 2026, permanecendo acima da meta. Apesar da previsão de desaceleração, o Banco Central alertou que os riscos inflacionários continuam assimétricos, com maior probabilidade de a inflação superar as expectativas. Os principais fatores de pressão inflacionária incluem a divergência entre as expectativas dos agentes e a meta de 3,0%, o aquecimento da atividade econômica e os riscos inerentes às políticas econômicas domésticas e externas, que impactam a inflação, principalmente por meio da taxa de câmbio.

Os dados mais recentes da atividade econômica indicam um arrefecimento do PIB. Embora o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) tenha encerrado 2024 com alta de 3,8% em relação ao ano anterior, o indicador de dezembro registrou queda de 0,7% em comparação a novembro, refletindo retrações generalizadas nos setores industrial, varejista e de serviços.

¹ Acesse o relatório completo por aqui: <https://www12.senado.leg.br/ifi/publicacoes-1/relatorio/2025/fevereiro/relatorio-de-acompanhamento-fiscal-fev-2025>.

O IPCA de janeiro (0,16%) registrou uma variação mensal historicamente baixa, influenciada, principalmente, pelo recuo dos preços administrados (1,52%). Em janeiro, o impacto do bônus de Itaipu contribuiu para a redução das tarifas de energia elétrica (-14,21% no mês e -13,98% no acumulado de 12 meses), mas esse desconto deve ser retirado em fevereiro. Já a gasolina, item de maior peso entre os preços administrados, registrou alta de 0,61% em janeiro, acumulando um avanço de 10,7% em 12 meses. Segundo monitoramento da Associação Brasileira dos Importadores de Combustíveis (Abicom), ainda há uma defasagem de 3% em relação ao preço de paridade de importação (PPI), embora essa diferença tenha se reduzido. A continuidade dessa defasagem em relação aos preços internacionais mantém incertezas sobre a necessidade de novos reajustes no curto prazo.

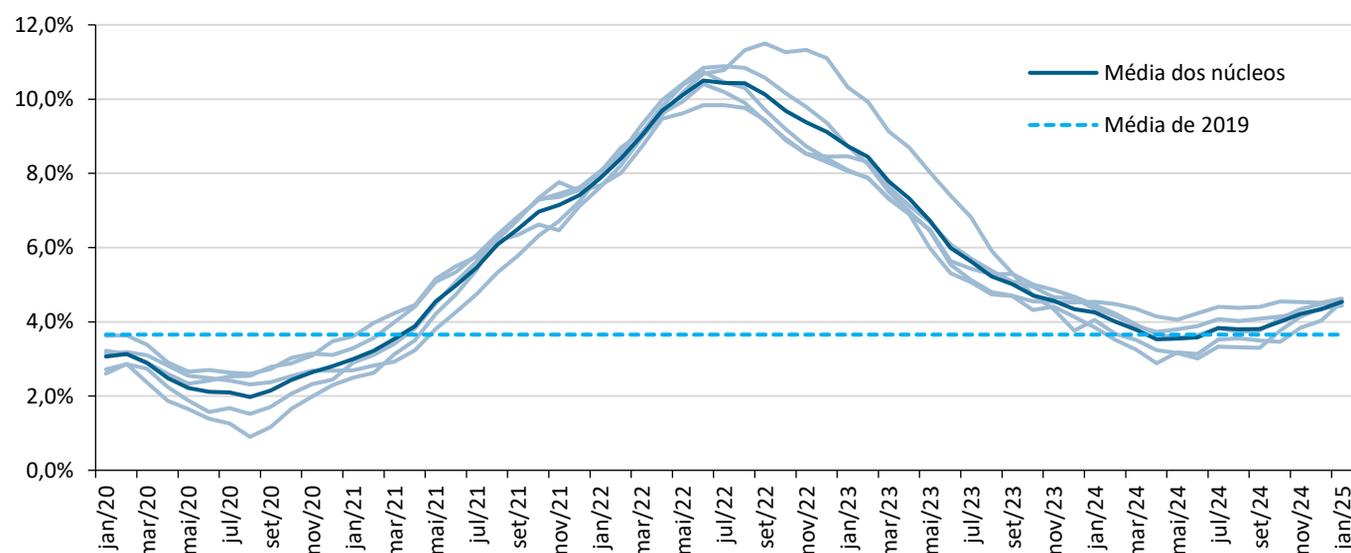
GRÁFICO 2. DEFASAGEM DO DIESEL E GASOLINA COM RELAÇÃO AO PREÇO DE PARIDADE DE IMPORTAÇÃO



Fonte: Abicom. Elaboração: IFI.

A inflação de serviços e os núcleos de inflação — que excluem os itens mais voláteis — permaneceram elevados, evidenciando pressões subjacentes persistentes sobre os preços ao consumidor. No acumulado em 12 meses, o IPCA desacelerou de 4,8%, em dezembro de 2024, para 4,6%, em janeiro de 2025, enquanto a média dos núcleos calculados pelo Banco Central avançou de 4,3% para 4,5%. A inflação de serviços, por sua vez, acelerou de 4,7% para 5,5% no mesmo período.

GRÁFICO 3. NÚCLEOS DE INFLAÇÃO (%): VARIAÇÃO ACUMULADA EM 12 MESES E MÉDIA HISTÓRIA

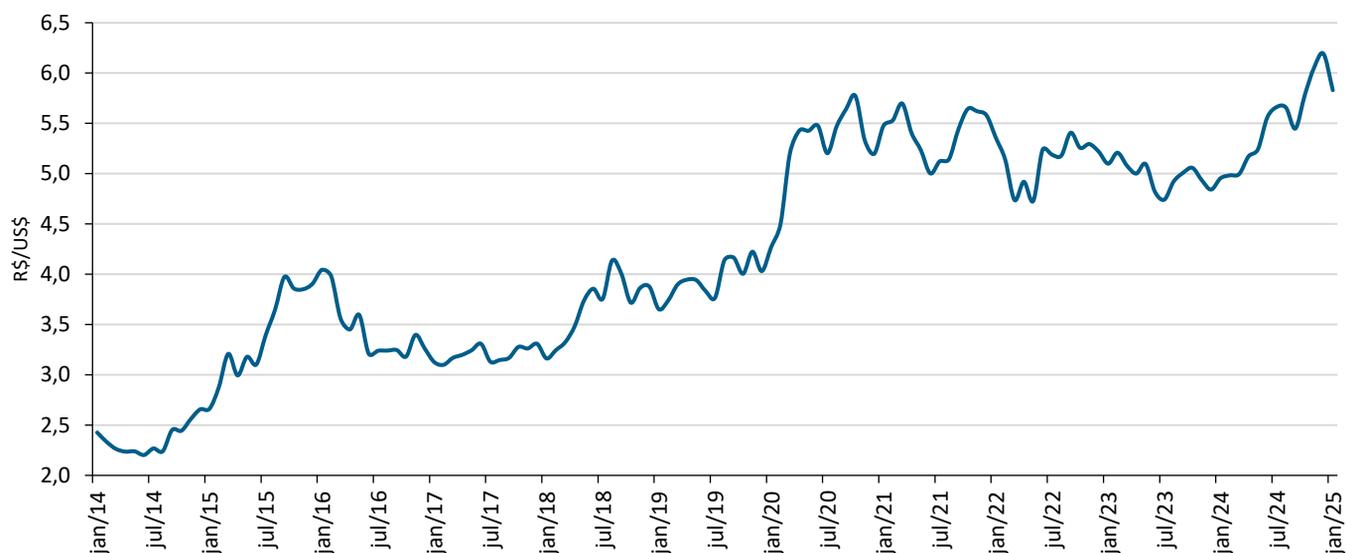


Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Quanto à taxa de câmbio, observa-se uma apreciação do real desde janeiro, com a moeda brasileira atingindo uma média de R\$5,78/US\$ ao longo de fevereiro. Esse movimento reverte parcialmente a depreciação acumulada ao longo de 2024. Entre dezembro de 2023 e dezembro de 2024, a cotação variou aproximadamente 28%, passando de R\$4,84/US\$ para R\$6,19/US\$, contribuindo para que o IPCA ultrapassasse o teto da meta no ano passado.

Na ata da última reunião do Copom, o Banco Central destacou que segue monitorando o repasse cambial, ou seja, o impacto das oscilações da taxa de câmbio sobre os preços ao consumidor, especialmente diante da volatilidade e da depreciação do real observadas ao longo do último ano.

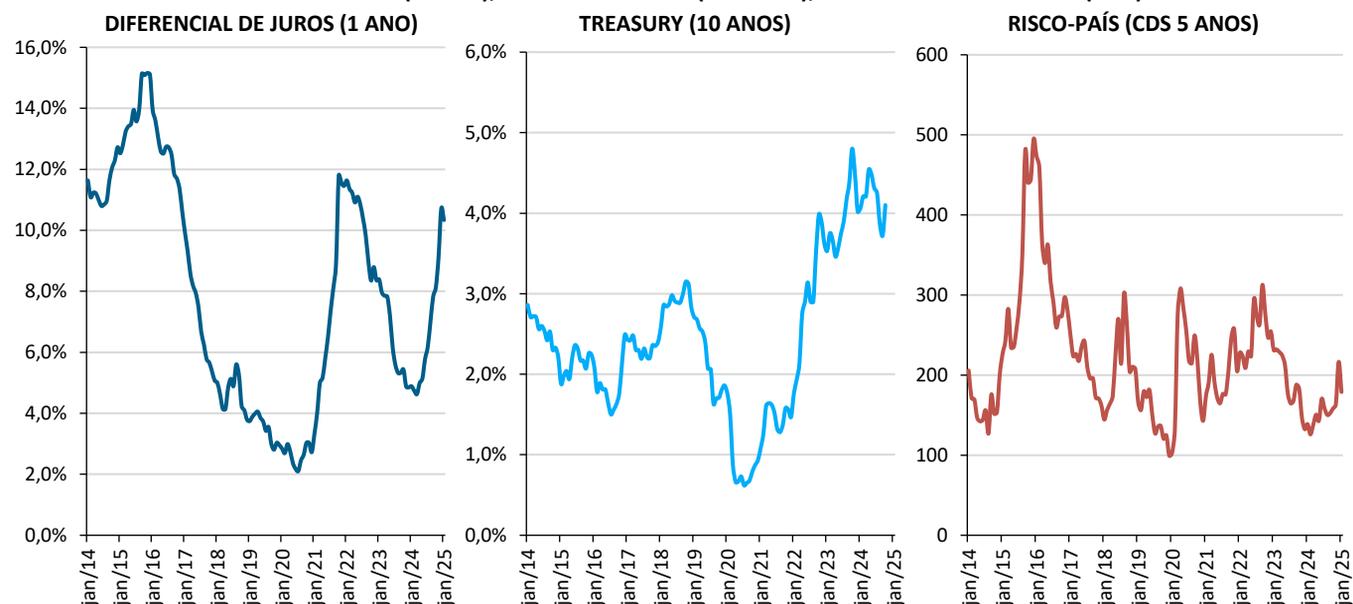
GRÁFICO 4. TAXA DE CÂMBIO NOMINAL (FIM DE PERÍODO)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IFI.

Apesar da recente valorização do real, as projeções do Relatório Focus ainda indicam que a taxa de câmbio deve permanecer próxima de R\$6,00/US\$ em 2025 e 2026, sugerindo uma possível nova depreciação. Os movimentos cambiais são influenciados por fatores de risco globais e locais, além do diferencial de juros. Embora esse diferencial em relação aos títulos norte-americanos possa estar fortalecendo o real, as incertezas persistentes (refletidas, por exemplo, na taxa de juros dos títulos do Tesouro dos EUA de longo prazo e o risco-país) justificam a expectativa de um câmbio mais depreciado.

GRÁFICO 5. DIFERENCIAL DE JUROS (1 ANO), FED FUNDS RATE (10 ANOS), PRÊMIO DE RISCO-PAÍS (CDS)



Fonte: Ipeadata e Federal Reserve Bank of St. Louis. Elaboração: IFI.

A partir do modelo agregado utilizado pelo Banco Central nas decisões do Copom, cuja versão mais recente foi divulgada no Relatório de Inflação de junho de 2024², é possível avaliar o impacto do repasse cambial (*pass-through*) sobre a inflação. Utilizando equações simplificadas desse modelo, foram realizadas simulações para o IPCA de 2025 e 2026, considerando o terceiro trimestre como horizonte de análise, a partir de diferentes trajetórias da taxa de câmbio.

Utilizando dados trimestrais de 2003 a 2024, estimamos simultaneamente os parâmetros de quatro equações: uma curva de Phillips, para a inflação de preços livres³; uma curva IS, para a dinâmica do hiato do produto⁴; uma regra de Taylor⁵, para a função de reação do Banco Central; e, por fim, uma equação para a evolução das expectativas de inflação doze meses à frente⁶.

Foram analisados dois cenários: um em que a cotação do dólar se mantém em R\$5,71/US\$ e outro, mais pessimista, em que a taxa de câmbio apresenta, no final de 2025, uma depreciação de 10% em relação ao nível observado no final de 2024. Os resultados foram comparados ao cenário de referência do Copom, no qual a taxa de câmbio parte de R\$6,00/US\$ e evolui conforme a paridade do poder de compra⁷.

Os resultados indicam que se o real depreciar 10% em relação ao patamar do final de 2024, o IPCA poderá aumentar em 0,4 p.p. em 2025 e 0,4 p.p. no terceiro trimestre de 2026. Caso a cotação permaneça estável em R\$5,71/US\$, o IPCA poderá ser 0,2 p.p. menor em 2025 e 0,1 p.p. menor no terceiro trimestre de 2026, em comparação ao cenário de referência do Banco Central.

A recente apreciação do real, supondo estabilidade nos demais fatores que impactam a inflação, pode reduzir parte das pressões sobre os preços ao consumidor, favorecendo a convergência da inflação à meta. Se a depreciação cambial voltar em um cenário de maior incerteza global e doméstica, o Banco Central poderá intensificar o aperto monetário para conter o avanço das expectativas inflacionárias, elevando o custo da desinflação sobre a atividade econômica.

² Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202406/ri202406b12p.pdf>

³ A curva de Phillips para a inflação de preços livres relaciona a inflação corrente com o componente inercial da inflação cheia, a expectativa de inflação doze meses à frente (obtida no Boletim Focus), uma medida para o nível de atividade (hiato do produto – refletindo a diferença entre o PIB efetivo e o PIB potencial) e um componente de *pass-through* que busca capturar o efeito de alterações na taxa de câmbio nominal e nos preços de commodities.

⁴ Consideramos que a curva IS descreve a dinâmica do hiato do produto como função de suas defasagens e da diferença entre a taxa de juros real *ex-ante* e uma taxa real de juros de equilíbrio.

⁵ A decisão de política monetária é aproximada por meio de uma regra de Taylor, que estabelece uma relação entre a taxa Selic, instrumento de política monetária do Banco Central, e seus principais determinantes. Esses incluem um componente autoregressivo ou de persistência, a taxa de juros nominal de equilíbrio e o desvio da inflação em relação à meta.

⁶ A equação de expectativas relaciona a variável com seu componente inercial e a meta de inflação.

⁷ Com base na diferença entre a meta de inflação doméstica (3,0%) e a meta predominante de 2% adotada pela maioria dos países avançados. Segundo o Banco Central, esse termo busca captar potenciais efeitos da taxa de câmbio que não estão diretamente relacionados ao preço das commodities.