



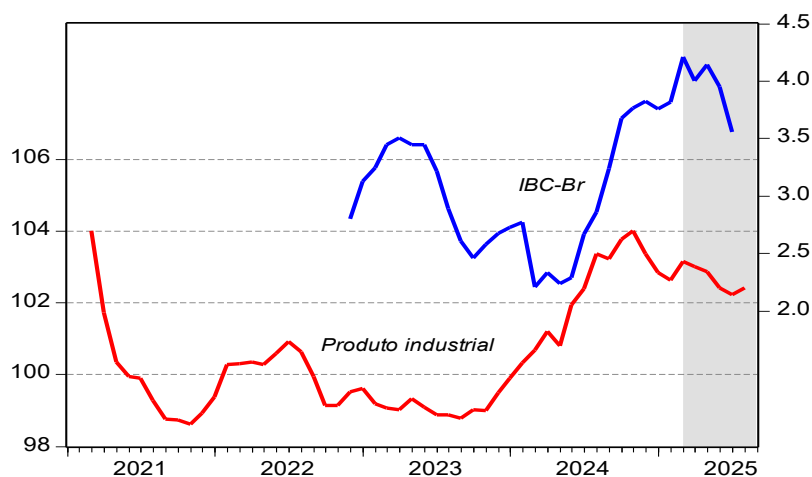
CARTA DE CONJUNTURA – AGOSTO/2025

Economia em contração: o remédio amargo do aperto monetário

Os sinais de desaquecimento da economia já são visíveis. Como mostra o Gráfico 1, a taxa anual de variação do IBC-Br (um indicador do PIB) vem caindo nos últimos meses. Ao mesmo tempo, o índice de produção da indústria de transformação, depois de forte expansão ao longo de 2024, reverteu para baixo já nos primeiros meses de 2025. É provável que essa tendência de contração se mantenha pelo menos nos próximos seis meses.

Gráfico 1

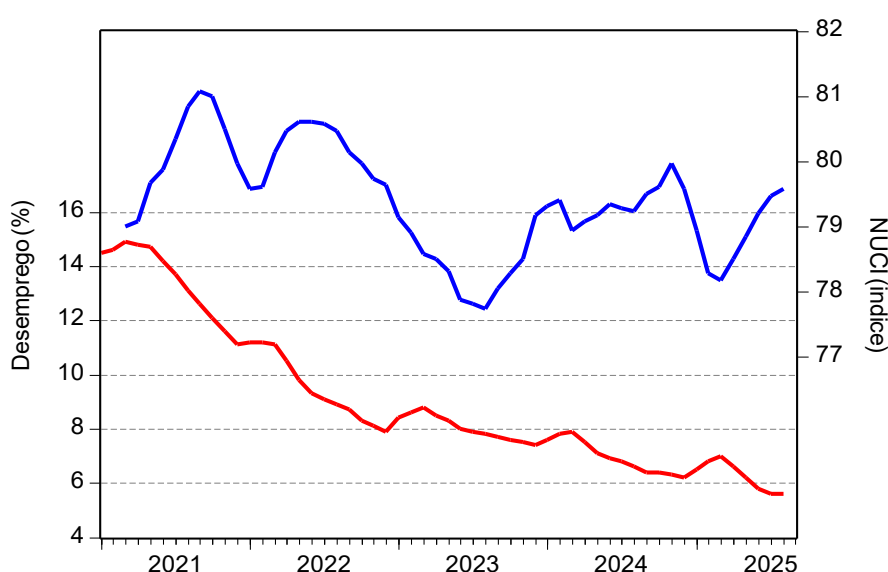
Indicador do PIB (variação anual) e produto da indústria de transformação (índice)



Por outro lado, os indicadores do nível de utilização dos fatores primários (trabalho e capital) ainda não refletiram o resultado negativo da produção (Gráfico 2). O NUCI (*Nível de Utilização do Estoque de Capital*) da FIESP tem mostrado tendência declinante desde 2023, mas tem oscilado sem tendência neste ano. A taxa de desemprego atingiu o mínimo histórico de 5,6% em agosto. Entretanto, é preciso considerar que esses indicadores reagem defasadamente a uma contração de demanda. O desemprego, em geral, começa a aumentar cerca de 6 a 9 meses depois da queda da demanda, ou seja, o mercado de trabalho é lento em se ajustar. Nos meses vindouros, é provável que esses dois indicadores passem a refletir a tendência da economia como um todo.

Gráfico 2

**Taxa de uso na capacidade da indústria
(NUCI) e taxa de desemprego**



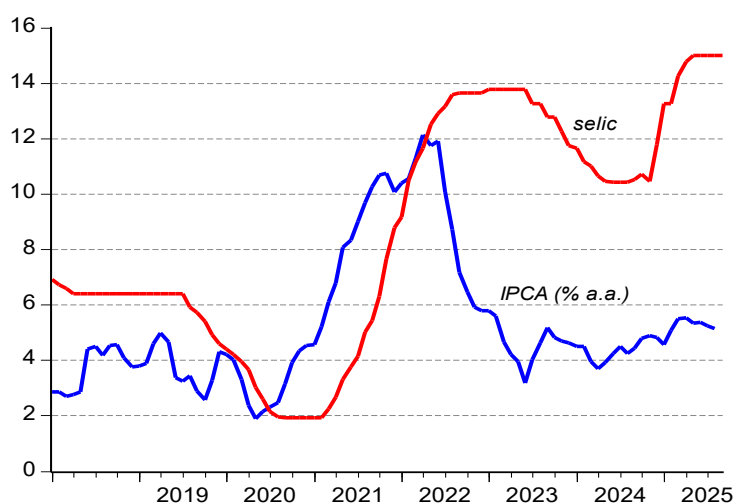
A desaceleração da atividade econômica é principalmente o efeito do aperto da política monetária, iniciado em dezembro de 2024 e concluído em maio de 2025, quando a taxa selic atingiu 15% ao ano (taxa real de aproximadamente 9%). Como mostra o Gráfico 3, houve dois ciclos de aperto monetário recentemente: o primeiro, mais longo e mais intenso, ocorreu na saída da pandemia, quando a taxa básica saiu de 2% em fevereiro de 2021 e atingiu o pico de 13,75% em janeiro de 2023, e o ciclo atual. Em ambos os casos, o objetivo foi o de fazer a taxa de inflação convergir para a meta de 3% (máximo de 4,5%), o que não foi conseguido.

Devemos considerar que a resposta dos preços ao aperto monetário leva vários meses para acontecer. Apenas nos três últimos meses tem-se observado uma ligeira queda da taxa de inflação, que ainda se mantém acima do teto da meta. Mantido o aperto, é provável que os preços continuem a desacelerar nos próximos meses, mas ainda longe da meta¹.

¹ A apreciação recente do real, consequente da desvalorização do dólar em relação às demais moedas do mundo, certamente levará a taxa de inflação para baixo pelo seu impacto sobre os preços dos bens exportáveis e importáveis. Este é um poderoso auxiliar da política monetária.

Gráfico 3

Taxa de inflação e taxa de juro (% ao ano)



O quadro macroeconômico brasileiro pode ser resumido na frase: “aperto monetário e expansão fiscal”. Esta é a pior combinação de política econômica, pois penaliza duplamente o setor privado pelo aumento do custo do dinheiro, que inibe consumo e investimento privados, e pela captação de recursos pelo governo (elevação da dívida pública), que “expulsa” o setor privado do mercado de capitais e cria apreensão sobre a solvabilidade do governo. Em agosto, a dívida bruta do setor público atingiu 77,5% do PIB, impulsionada por um déficit nominal de 7,8% do PIB em doze meses².

Nada indica que a política fiscal seja revertida. Ao contrário, novos programas de gastos, especialmente nas áreas sociais, com vistas às eleições de 2026, estão sendo gestados. Para manter o curso de expansão da despesa, o governo tem se esforçado, até aqui sem sucesso, para aprovar novos aumentos de impostos junto ao Congresso Nacional. Em face desse quadro, as atenções se voltam para 2026-27, quando se prevê uma crise fiscal aguda no país.

² Como já discutimos em cartas anteriores, o conceito de déficit primário tornou-se uma ficção estatística, devido às muitas exclusões de despesas autorizadas pelo Congresso ou pelo STF. Um indicador mais confiável é a evolução da dívida bruta, que reflete a totalidade das despesas primárias e de juros.