



“Para o bem-estar do eleitor, o melhor seria deixar a Selic parada”

Foto: Marcelo Freire

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

A expectativa de redução da incerteza global, que contribuiu para a decisão do Banco Central de sinalizar queda de juros em março, caiu por terra com a onda de ataques de EUA e Israel ao Irã. Essa frustração reforça a defesa do economista Livio Ribeiro de que, para evitar um rebote inflacionário adiante, é preciso baixar as expectativas quanto ao orçamento de cortes da taxa básica de juros em 2026. Para ele, pensar

que uma Selic em 12% ao ano contribuirá para aumentar a confiança do consumidor/eleitor na economia “é um erro de diagnóstico”. Nesta conversa para a *Conjuntura Econômica*, Ribeiro também analisa a meta de crescimento para a economia chinesa este ano – a menor desde o início dos anos 2000 –, e as implicações do conturbado cenário externo para as trocas comerciais brasileiras.

A atual conjuntura externa, agravada pelo conflito no Oriente Médio, deve trazer implicações para a política monetária brasileira?

Tem algumas mudanças de cenário que podem acontecer em função da atual conjuntura. Vale dizer, entretanto, que nosso cenário não é normativo, pois compreende que no Brasil se optou por um processo de alongamento de horizonte temporal de convergência da inflação. Se a prescrição de política monetária fosse buscar a meta de 3% no horizonte relevante, ou buscar uma queda da inflação consistente com o alongamento do tempo no horizonte relevante, deixando-o andar os 18 meses e segurando, a Selic não podia ter caído. No limite, ela devia ter subido mais do que ela subiu.

Isso posto, ainda que a convergência da inflação para a meta tenha começado a ocorrer, a discussão de flexibilização monetária, a meu ver, acontece inequivocamente antes da hora. As projeções do Banco Central não mostram a inflação na meta no horizonte relevante, tampouco as expectativas de inflação do mercado apontam a isso. Das vezes anteriores em que assistimos a esse tipo de experimento monetário, nas gestões de Roberto Campos Neto (2019-2024) e de Alexandre Tombini (2011-2016), em ambos os casos não deu certo. Significa dizer que desta vez necessariamente dará errado? Não, mas é dizer que seria preciso um evento exógeno favorável fora do cenário-base. Tudo que estamos vendo agora, com os ataques dos EUA e Israel ao Irã, entretanto, vai na direção contrária – com o cuidado de não extrapolar o evento atual como se fosse uma mudança de regime. Estamos no início do processo; ele não vai acalmar em dois dias, tanto como não

dá para refutar que ela só irá acalmar daqui a dois meses ou depois.

Do ponto de vista econômico, o petróleo é o elemento mais sensível?

Petróleo é a ponta de lança de uma discussão mais ampla. Por exemplo, se o conflito perdurar, haverá desorganização da estrutura de frete no mundo. No início de março, o governo dos EUA anunciou garantias de seguro e escoltas navais a navios petroleiros e outras embarcações pelo Estreito de Ormuz, visando mitigar riscos de uma crise energética. Se Trump precisou fazer isso, certamente é porque não considera que essa situação se resolverá no curto prazo, tampouco que o Irã é um pato manco (*lame duck*).

Agora, de que forma desorganizará as cadeias globais de produção para além de petróleo e derivados, de gás natural, fertilizantes e assim sucessivamente, só o tempo vai dizer. O que acho importante ressaltar, e tenho falado disso bastante, é que na ata da reunião de janeiro, o Banco Central deixa muito claro que um dos pilares para o *guidance* de março era uma redução da incerteza global no curto prazo. *Ex ante* não víamos isso. Uma coisa é redução de incerteza, que nunca aconteceu; outra é apreciação cambial. E agora a incerteza ainda aumenta associada a uma janela em que o dólar se fortalece porque, no frigor dos ovos, se dá muito problema no mundo, não há ouro que aguentar. As pessoas vão tomar dólar – e é o que vimos no início de março.

Assim, vamos revisar o que o BC expressou na última ata do Copom como justificativa para o *guidance* de corte de juros em março. A incerteza global reduziu no curto prazo? Como

mencionei, não. A inflação corrente tem se mostrado mais baixa – o que aumentaria a confiança de que a política monetária está adequada? O IPCA-15 de fevereiro também contrariou essas expectativas, com 30 pontos-base (bps) acima do que o mercado esperava. Essa alta foi motivada por questões pontuais, que não deveriam mudar a dinâmica inflacionária. No entanto, se a análise do BC trata de inflação corrente, isso é um problema. O terceiro ponto mencionado na ata é o de que as expectativas de inflação agora estão mais perto da meta. Quando se ouve essa frase, parece que a expectativa caiu, mas não se trata disso: foi o tempo que andou. Então, são três argumentos que já não param em pé. Isso mudará a direção da política monetária daqui para frente? De novo, trata-se do argumento normativo *versus* positivo. Em minha opinião, objetivamente, o Copom nem deveria ter feito a sinalização que fez.

No campo dos investimentos, considera que o Brasil está de fato bem-posicionado nesse contexto de conflito no Oriente Médio? Como a conjuntura doméstica entra no cálculo do investidor?

No caso do investimento direto, na BRCG recebemos consultas por indicação de algumas câmaras de comércio, e a pergunta central que nos fazem não é sobre quem tem mais chances de ganhar a eleição para presidente, ou qual é a projeção para a taxa de câmbio ou de juros. A pergunta é qual o imposto que a empresa pagará daqui a alguns anos. Quando se fala de setor real, por exemplo, da instalação de uma fábrica que levará cinco anos, com perspectiva de retorno de investimento em 10 anos,

como calcular a taxa interna de retorno sem saber qual será a carga tributária? Não dá. Nesse caso, não se trata de uma discussão se o país está melhor ou pior. Trata-se de um período de transição em que de fato é mais difícil tomar decisões de investimento, a não ser que esse investidor compre com um desconto muito grande.

No caso do investimento financeiro, em tese, o Brasil de fato é uma das economias mais blindadas, mas longe de ser a joia da coroa. O país às vezes sofre com humores extremos do mercado – que uma hora o trata de país do futuro, outra hora o deprecia. E, em cenários turbulentos, todas as economias acabam sofrendo um pouco. Se observarmos o comportamento da moeda brasileira em meio a esse conflito no Oriente Médio, ficamos mais ou menos na média dos demais emergentes. Se de fato fôssemos blindados, nosso desempenho seria melhor que o dos demais, mas isso não ocorreu na maior parte do tempo.

Um de seus focos de análise é a economia chinesa. Como avalia o anúncio da meta de crescimento de 4,5% a 5% do PIB para o país em 2026 – a mais baixa desde o início dos anos 2000?

Essa era nossa projeção. Mais recentemente, foram divulgados números de metas regionais em torno dos 5%, mas ainda assim meus cálculos apontam que é muito difícil para a economia chinesa chegar a 5% este ano. A começar porque o carregamento estatístico é baixo, 1,7 p.p., menor do que o observado no ano passado em 0,4 p.p. Então, tudo mais constante, a China teria que aumentar o crescimento incremental, ou seja, para

além do carregamento, em quase 0,5 ponto percentual, só para manter a expansão do PIB em 5,0%. Não vejo de onde isso poderia sair. Então, faz muito mais sentido trabalhar com essa banda.

Acho que a questão mais importante que observamos agora na economia chinesa são as evidências de ajuste de oferta na economia. Conseguimos ver nas aberturas de inflação e na estrutura de investimentos. No ano passado, tivemos a primeira contração dos investimentos em ativos fixos na história des-

Agora a incerteza ainda
aumenta associada a uma
janela em que o dólar
fortalece porque, no frigar
dos ovos, se dá muito
problema no mundo, não
há ouro que aguarde

se dado. E não se trata apenas de uma questão da construção civil, porque esse setor já apresenta queda há cinco anos. Aconteceu alguma coisa nova ali que parece estar associada a máquinas e equipamentos. No caso da inflação, se você olha a estrutura da inflação ao produtor na ponta, na média de três meses anualizado, está no patamar mais elevado desde 2018/2019. Isso pode sugerir menos oferta nessa economia.

Por que isso é importante para o mundo? Porque nos últimos anos a China exportou deflação. Isso ajudou muito a conter a inflação de bens *tradables*, inclusive no Brasil. Essa é uma discussão importante, que ainda vemos ser pouco feita no Brasil.

Caso se confirme, o fim dessa ajuda chinesa para o controle da inflação mundial é imediato?

Trata-se de um efeito gradual, mas a questão é que essa tendência já começou a aparecer na China. Resta verificar se essa trajetória se mantém. Voltando à questão dos preços ao produtor, o país já acumula cinco meses consecutivos de inflação positiva. Não se trata de uma grande alta, mas a última vez que isso aconteceu foi em 2022.

Puxar o freio da oferta é uma medida que faz parte do combate à chamada involução (*neijuan*), termo que os chineses usam para definir uma situação em que um aumento de esforços traz retornos decrescentes. Nesse caso específico, trata-se de empresas com excesso de estoque, que contabilizam prejuízo. O movimento de retração da oferta teve início em meados do ano passado e, aparentemente, começará a ter efeitos entre o quarto trimestre de 2025 e o primeiro de 2026. Quando você olha a estrutura da inflação chinesa, isso já aparece: tudo fica mais caro para todo mundo. É exatamente o que você teve, em 2015 e 2016 no setor da construção civil, mas de uma maneira mais concentrada, e no setor de aço e siderurgia de maneira ampla.

Quanto desse diagnóstico é atribuído à demanda doméstica chinesa, e

quanto é fruto das turbulências do setor externo?

Trata-se de um sinal de incerteza nas duas frentes. A demanda externa o governo chinês não controla; a demanda interna, não tem conseguido estimular adequadamente – e empresas não podem ficar em prejuízo para sempre. Os programas de estímulo ao consumo operados em 2025 tiveram bom efeito no começo daquele ano, mas foram perdendo gás. O que houve de novidade, do terceiro para o quarto trimestres do ano passado, foram políticas de transferência de renda para a primeira infância e para os mais velhos, com o financiamento de educação das crianças e de casas de repouso para os idosos. Trata-se de um tratamento direcionado às pontas, não à massa dos consumidores. Os jovens, por exemplo, ainda sofrem com a questão do desemprego. O termo *neijuan*, inclusive, começou a ser usado exatamente para ilustrar a situação de jovens sem perspectiva que não conseguem fazer a vida avançar, a ideia de girar em falso. O governo se apropriou dessa alegoria para tratar do ajuste das empresas que precisam gerar capacidade de lucro, decidindo limpar aquelas que não conseguem operar acima da marca d'água.

Como essa política afeta a meta dos chineses de estar na ponta do desenvolvimento tecnológico, presente no plano quinquenal?

Os detalhes do plano quinquenal sugerem investimentos em setores de ponta, priorizando controle tecnológico e domínio das cadeias produtivas estratégicas. O ponto é que o governo chinês dá uma diretriz, e a dinâmica é de se investir loucamente nessa direção. Depois há um processo natural de acomodação.

Ou seja, ele conseguiu estar na ponta do mercado, dominá-lo, mas conclui que não precisa ter tanta empresa aí. Veja o caso dos carros elétricos, com eletrificação sendo uma das diretrizes do plano quinquenal anterior (2021-2025). Hoje há mais ou menos 120 marcas de carros elétricos na China. Faz sentido? Não. Nessa hora, entretanto, o capitalismo chinês de Estado é absolutamente competitivo, em sua condição mais pura. Dessas 120, umas 100 ficarão pelo caminho, ou irão se fundir. Isso já aconteceu no passado em outros

Observamos na economia chinesa evidências de ajuste de oferta na economia. Por que isso é importante para o mundo? Porque nos últimos anos a China exportou deflação

segmentos como o de painéis solares e, principalmente, o siderúrgico.

Quais suas perspectivas para a economia dos EUA em 2026?

No caso dos EUA, talvez a coisa que mais me incomode hoje é que a evolução do cenário econômico é basicamente a mesma que vimos no ano passado, quando o Fed cortava juros: oferta de

trabalho caindo por causa do ICE (*Serviço de Imigração e Alfândega dos EUA, à frente da política migratória do governo Trump*), demanda de trabalho também muito mais baixa do que no passado, inflação não explodindo – mas com nenhuma cara de ir para a meta. Aí em janeiro Trump e (Jerome) Powell brigam, Powell se coloca corretamente, institucionalmente contra o presidente, e aí a recomendação se inverte – agora não é mais de cortar juros, ainda que o cenário permaneça o mesmo. Fica difícil juntar o antes e o depois, e acho que esse é um problema.

Com uma transição de banco central no meio do ano, uma transição política no fim do ano com as *mid-terms* (eleições legislativas de meio de mandato), uma guerra no caminho... tudo é muito caótico. Sem contar a queda das tarifas fixadas por Trump em 2025 com base na Leepa (*Lei de Poderes Econômicos de Emergência Internacional, na sigla em inglês*), à qual Trump reagiu com uma tarifa temporária – duração de 150 dias – com um enquadramento jurídico frágil. Esse arremedo deixa claro que a questão não é comercial, mas fiscal. Trump não pode mais se dar ao luxo de arrecadar tão menos no curto prazo. Nossa conta aproximada indica que, se nenhuma tarifa tivesse sido posta no lugar, os EUA perderiam cerca de US\$ 18 bilhões ao mês. É coisa para caramba.

O que considera mais sensível para a popularidade de Trump até as eleições de meio de mandato, no início de novembro?

Trump vendeu o Nirvana aos seus eleitores, ainda que alertasse que a travessia era dura. Só que um ano e

meio passou e nada aponta esse Nirvana. O nível de preços não cai, não tem geração de vagas no mercado de trabalho, não tem *onshoring/nearshoring* – grande parte das promessas de investimento estava dentro dos acordos que perderam validade jurídica. Veja, se no Brasil a pergunta que o investidor estrangeiro faz é qual o imposto que eu vou pagar, nos Estados Unidos é qual será a tarifa de importação. Hoje não é possível ter a menor ideia do nível em que ela se estabelecerá.

Qual sua projeção para PIB e inflação nos EUA em 2026?

Consideramos algo em torno de 1,8% para o PIB – mais baixo do que no ano passado, de 2,2%. Está na ponta inferior das projeções de mercado. Já nossa inflação é mais alta; nosso modelo para o PCE americano aponta 2,6% este ano. Nenhum dos dois números pressupõe que os efeitos do choque recente no petróleo serão permanentes. Uma diferença que identifiquei entre as projeções é quanto às expectativas relacionadas ao impacto das tarifas. O Fed e grande parte do mercado consideram que o efeito das tarifas é temporário. Para eles, após 12 meses, a tendência é de que essa pressão de preços passe a se reduzir. Mas não se trata de uma tarifa de bem final. Afora ser um monte de linha tarifária, já existem vários estudos apontando que quem paga esse sobrepreço é a cadeia de valor, e na maior parte dos casos essa pressão não está chegando ao consumidor final. Ou seja, por ora, são as empresas que majoritariamente estão sofrendo um choque de custos, que reduz sua

rentabilidade. Então, ou esse repasse chega, ou terá gente quebrando – e em ambos os casos o resultado é inflacionário. Não ao ponto de haver uma forte aceleração inflacionária, levando o PCE para patamares superiores a 3,5%-4,0%; mas talvez o PCE de 3% seja “o novo 2%”, a nova meta, quanto mais em momento de choque nos preços de petróleo.

Junte a isso um quadro fiscal desequilibrado, com o governo gastando muito e com incertezas no campo da arrecadação – sem a nova tari-

Quanto mais apertada for a eleição, mais dinheiro vai fluir. As últimas eleições ensinaram para a gente que a lei eleitoral pode ser contornada e que impulso fiscal existe

fa, como mencionei, o buraco seria ainda maior –, somadas ao risco de o governo ter de restituir US\$ 170 bilhões que foram cobrados ilegalmente. Como é que essa conta fecha? Não fecha. Em teoria, isso não seria um problema grande, porque os EUA se financiam em moeda forte. Mas Trump ainda está fazendo tudo o que ele pode para tornar a moeda mais fraca.

Quais as implicações desse quadro global para o comércio exterior brasileiro em 2026?

Hoje a balança brasileira de petróleo e derivados diretos é superavitária. Com o conflito no Oriente Médio, será preciso fazer contas: se de um lado a variação de termo de troca entre derivados e petróleo cru a princípio é positiva para a balança, ao incluir importações de petroquímicos – entre os quais fertilizantes – o resultado muda.

Também é preciso separar a perspectiva agregada da setorial. Por exemplo, o Irã é importante para as exportações brasileiras de milho, ainda que para as vendas externas como um todo não tenha peso significativo. Ou seja, não teremos um forte impacto como a Turquia deve sofrer, pois é grande importadora de petróleo e derivados e está no quintal do conflito, mas teremos que medir no detalhe os prós e contras.

Também é preciso avaliar outras implicações. Por exemplo, se para a arrecadação preço de petróleo para cima é bom, para a inflação pode não ser. Se a Petrobras repassar para os preços ao consumidor, é ruim; se não repassa, será uma má notícia para os acionistas. E estamos em ano eleitoral.

No início da nossa conversa, sua defesa foi a de que o BC não deveria cortar juros tão cedo. Como uma decisão mais *hawkish* afetaria as expectativas dos empresários, que esperam uma Selic a 12% ao ano no final de 2026?

Empresário sempre quer Selic mais baixa e apoio do governo, mas nem sempre entende que uma coisa briga com a outra. Veja, tem muita gente

no mercado que acha que este ano será meio neutro em termos de impulso fiscal. Sempre defendemos que esse diagnóstico é de uma ingenuidade brutal. Como pensar assim em ano eleitoral, numa economia que perde gás e com uma série de políticas de expansão de demanda de renda disponível que já estão na rua? Com a situação perdendo gás nas pesquisas de intenção de voto, como achar que o governo de turno ficará de braço cruzados? Nem estou entrando no debate de que o correto seria uma medida de cenário fiscal mais ampla, que considerasse não só o orçamento, mas também o para-fiscal. Mesmo considerando apenas o orçamentário, nosso número já identifica impulso fiscal.

Então, isso já é uma grande diferença do nosso cenário em relação ao cenário médio do mercado: consideramos que não dá para considerar um cenário-base sem impulso fiscal. E quanto mais apertada for a eleição, mais dinheiro vai fluir. As últimas eleições ensinaram para a gente que a lei eleitoral pode ser contornada e que impulso fiscal existe. Olhar para PIB desacelerando talvez não seja a forma adequada de olhar para esse cenário; o que a gente tem que avaliar é a absorção doméstica: e aí tem itens como a isenção do IR, de aumento dos rendimentos reais do trabalho que estão acontecendo agora, porque os dissídios não estão desacelerando na velocidade da queda da inflação. Tem uma série de coisas que vão se somando para sugerir que a parte de demanda de absorção doméstica dessa economia, pensando em consumo das famílias e talvez do governo, continuará muito forte. E esse cenário terá implicações funcionais.

Apesar desse impulso que, como afirma, já está contratado, as Sondas do FGV IBRE apontam um consumidor menos otimista. Também não será uma fonte de pressão por corte de juros?

Se hoje avaliarmos o bem-estar desse consumidor a partir de sua capacidade de comprar comida, pegar transporte e pagar o colégio do filho, temos um problema. E isso pode estar associado ao incômodo observado nas últimas eleições, em que os brasileiros recorrentemente optaram

Pensando em termos
eleitorais de forma
organizada, para o bem-
-estar do eleitor, o melhor
seria deixar a Selic parada e
fortalecer a defesa em um
cenário de pressão cambial

por mudanças. Mas pensar que a Selic a 12% ao ano no final de 2026 resolverá esse problema é um erro de diagnóstico. Cortar a taxa básica de juros agora não promoverá efeitos significativos até o segundo turno em novembro. O crédito não vai explodir, nem a inadimplência desabar. Pensando em termos eleitorais de forma organizada, para o bem-estar do eleitor, o melhor seria deixar a Selic

parada e fortalecer a defesa em um cenário de pressão cambial.

Quais são as principais fontes de pressão inflacionária possíveis para este ano?

Como mencionei, é preciso observar a dinâmica da China e a tendência de redução dessa tendência desinflacionária em bens *tradables* industriais, cujo efeito pode ser mais forte do que as pessoas estão imaginando. Além disso, a partir do segundo semestre, as bases comparativas de preços de alimentação viram. E tem uma coisa que nos incomoda terrivelmente, que é o uso da bandeira tarifária de energia elétrica na bandeira verde no primeiro trimestre com preço livre de despacho explodindo. O canal de preço não tá sendo usado, e isso vai batendo nos reajustes anuais das distribuidoras. Só se está diluindo no tempo. E temos uma chance não desprezível de empurrar ajustes necessários com a barriga em vários segmentos. O Rio de Janeiro tem um exemplo de tentativa de conter preços administrados, com a volta atrás do governo do estado no reajuste da tarifa de metrô. O cenário do Banco Central para 2026 em administrados é de 3%, e não consigo chegar nesse número sem puxar todos os freios e deixar os reajustes para depois. Aqui, nosso número é de 4,3%, e isso não considera impactos mais persistentes do choque do petróleo. No meio de tudo isso, ainda temos o alerta de que é preciso falar de política fiscal. Há sinalizações de todos os lados, mas ainda vagas. O fato é que o Estado tem que caber dentro dele, e para isso não há fórmula mágica. ■