

Entrevista Solange Srouf

diretora de macroeconomia para o Brasil
do UBS Global Wealth Management



“Precisamos voltar com uma regra fiscal mais rígida”

O prolongamento do conflito no Irã tem ampliado as preocupações sobre uma desaceleração global e, no Brasil, embaralha o cenário sobre o qual os candidatos à Presidência para o próximo quadriênio irão defender suas propostas de política econômica. Em conversa com Solange Srouf para o *podcast Economia em 15*, cuja íntegra você confere a seguir, a economista do UBS defendeu que as turbulências do cenário externo ampliam a demanda por um ajuste fiscal mais célere e crível, que em sua avaliação o atual arcabouço não é capaz de promover. “Precisamos não só estabilizar a dívida, mas fazê-la cair. Ficar satisfeito com uma dívida de 80% é não almejar o *investment grade*”, afirma.

Fernando Dantas e Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Em que medida considera que o Brasil conseguirá contrabalançar o efeito inflacionário provocado pelo choque de energia com a guerra no Irã com o efeito fiscal, derivado do aumento da arrecadação com petróleo?

Minha avaliação é que não vai amenizar. Estamos vivendo um choque global de inflação, e isso predomina no cenário doméstico, ainda que o Brasil possa se beneficiar de um resultado de balança maior, um fiscal melhor. Se a gente vai trabalhar

com um mundo de juros mais altos, isso terá um impacto relevante nas políticas monetárias do globo inteiro, principalmente dos Estados Unidos. Em março o Fed já indicou que, com a guerra e com a inflação não convergindo, não continuará cortando juros. No Brasil, o dólar deve ficar mais forte por conta disso, e não serão alguns bilhões a mais de balança ou de fiscal que contrabalancearão esse fenômeno global, pelo menos neste período de incerteza grande em relação à duração da guerra e à extensão

“Quando há guerra no mundo, o Brasil sempre tenta amenizar os impactos via transferências e via subsídios. A gente já viu isso agora, inclusive na questão do diesel”

dos impactos no preço de petróleo e de outras *commodities*.

Quanto à melhora do fiscal, acho que também é muito questionável. Uma vez que a gente arrecade mais com *royalties*, provavelmente esses recursos serão gastos. Quando há guerra no mundo, o Brasil sempre tenta amenizar os impactos via transferências e via subsídios. A gente já viu isso agora, inclusive na questão do diesel. Tudo bem que o governo vai taxar a exportação, mas poderá ter de ajudar os entes federais baixando ICMS, gastando esse ganho subsidiando estados. E mesmo que esse recurso não seja gasto de fato, tampouco é significativo para mudar a trajetória da nossa dívida.

Considera que o fato de ainda estarmos no topo do ciclo de aperto monetário pode ajudar o país a conter os efeitos secundários desse choque, tal como alguns analistas sugerem?

Isso vai ser verdade se a taxa de juro real não cair muito, porque o que a gente viu até agora - essa taxa de juro real superelevada, apesar do corte recente da Selic-C de certa forma é contrabalanceada pela expansão fiscal. A gente está vendo uma economia que começou o ano aquecida, os dados do primeiro trimestre que já saíram surpreenderam positivamente.

De certa forma, temos uma restrição monetária importante que deve

levar a uma desaceleração do mercado de trabalho, que ainda não foi vista. No entanto, a gente começou a baixar o juro nominal, e as expectativas de inflação já começam a subir, pois mesmo que os preços do petróleo não fiquem tão altos por muito tempo, a gente já tem um choque contratado. O que isso significa? Se a expectativa de inflação está subindo e a taxa nominal está caindo, o juro real está caindo. Então, se o Banco Central continuar o processo de queda de juros e essas expectativas de inflação continuarem subindo, ainda que gradualmente, a política monetária será menos restritiva. Primeiramente, ela não está sendo tão restritiva a ponto de desacelerar a atividade; e, na margem, ela tende a ser menos restritiva. Então, sou cética de que conseguiremos, de fato, conter o repasse desse efeito primário para os demais preços se a política monetária continuar o ciclo de queda. A menos que a gente estivesse vendo do lado fiscal uma restrição muito forte este ano. Não é o que se espera. Ao contrário, ainda poderemos ter um viés de alta, porque estamos num ano eleitoral.

No I Seminário de Análise Conjuntural do FGV IBRE de 2026, Silvia Matos, coordenadora do Boletim Macro do FGV IBRE, defendeu que sob esse embate entre impulso fiscal e política monetária restritiva, a expansão do PIB acaba perdendo qualidade. Concorda?

Concordo muito com a Silvia. A gente está vendo uma decomposição do crescimento ruim, porque o crescimento está sendo puxado mais pelo consumo do que pelo investimento. E a gente está vendo uma taxa de investimento hoje praticamente igual à que a gente via 20 anos atrás. Então, apesar de todas as reformas que fizemos, quando se vê a taxa de investimento é difícil ficar otimista que o produto potencial do Brasil está crescendo.

Acho que isso acontece muito porque a política fiscal tende a ficar expansionista sem reformas importantes, principalmente na área das transferências sociais - que impulsionam muito o consumo e também nos prejudica na parte da força de trabalho, com tendência a reduzi-la. Isso leva a uma taxa de juro neutra muito alta, coibindo o investimento. Hoje essa taxa está em torno de 6% ao ano, mas se a gente não fizer nenhum tipo de reforma, ela pode ir muito rapidamente para 8%. Veja, não há investimento no Brasil que seja promissor com uma taxa de juro real nesse patamar. Acho que se a gente não tiver uma agenda para trazer essa taxa neutra para baixo, o investimento continuará colapsando, e o consumo acabará colapsando também, porque uma hora será impossível segurá-lo. Esse juro vai crescer mais ainda, e aí não há economia que se sustente com transferências fiscais infinitas.

Devemos ter um cenário eleitoral dividido. Como acha que chegaremos a 2027 para realizar esse ajuste fiscal? Corremos o risco de repetir o estresse eleitoral que ocorreu em muitas eleições brasileiras no passado, com o mercado nervoso, preocupado com a possibilidade de um candidato ganhar e não implementar um ajuste mais estrutural?

Costumo dizer que o ajuste vai ser feito com certeza, seja com dor ou sem dor. Agora estou ainda mais convicta, porque ainda que essa guerra termine, o cenário global é de risco geopolítico muito elevado, de aumento de gasto com defesa, de menos interligação entre cadeias produtivas. Ou seja, é um cenário global de inflação estrutural mais alta e taxa de juros internacional também mais alta. E insisto: se a gente não fizer o ajuste fiscal, essa taxa doméstica vai crescer mais ainda, até porque a gente vai precisar manter algum diferencial para evitar que o câmbio deprecie muito, e isso gere um problema de inflação.

Acho que quem ganhar a Presidência terá que expor ao mercado muito rapidamente qual é a agenda, e também como essa agenda vai passar, pois hoje é muito mais difícil fazer reforma estrutural do que foi nos últimos 10 anos. Agora o Congresso é mais dono do Orçamento, o Executivo tem muito menos margem de atuação, no convencimento via

“A gente precisará colocar para escanteio essa questão da divergência entre os poderes, senão isso inviabilizará um ajuste fiscal que precisa de legislação e precisa do Judiciário alinhado”

“Se você tem uma regra focada na despesa, não haverá arrecadação surpreendente que lhe traga a vontade de mudar a regra. Mas, como disse, precisamos também de reformas”

emendas, por exemplo. Então é preciso que o Congresso também entre nesse clima de que precisa fazer um ajuste logo. Caso contrário, esse ajuste virá com dor. Ou seja, se essa agenda não for convincente, se a articulação política não for convincente, entraremos num processo de crise no sentido de que os juros são muito altos e a falta de perspectiva de que o fiscal melhora levará a uma desaceleração mais abrupta da atividade com a inflação subindo, porque o câmbio reage.

O mercado poderá se estressar? Acho que, até a eleição, o mercado estará superestressado, mas muito mais por causa do cenário internacional, pois as dúvidas são enormes em relação à extensão desse problema inflacionário, e se isso acabará levando a uma recessão global. Quanto ao cenário eleitoral, na minha opinião ele continuará muito *fifty-fifty* (50/50) até o dia da eleição. Agora, se no meio do caminho, em meio a essa turbulência enorme de notícias domésticas, com várias CPIs acontecendo no Congresso, ficar mais provável uma agenda fiscal de empurrar com a barriga, o mercado reagirá ainda mais.

Em Carta do IBRE recente (link no final da entrevista), Bráulio Borges e Manoel Pires, pesquisadores do Centro de Política Fiscal e Orçamento Público, defendem que o

ajuste fiscal não deve partir de uma mudança completa do arcabouço, e que o capital político do governo esteja concentrado em reformas que visem à redução de gastos. Qual sua opinião?

Eu acho que o atual arcabouço visa a uma diminuição da dívida muito gradual, e a gente precisa voltar com um teto mais rígido. Há muitos *papers* e estudos acadêmicos que mostram que, historicamente, no mundo inteiro, ajustes graduais são muito mais suscetíveis a não dar certo por conta da fadiga política. Se você propõe um ajuste em que a dor é muito devagar, é muito mais provável que eventos externos, ou esse próprio prolongamento da dor, acabem levando à reversão do ajuste. Acho que um ajuste rápido, além de ter muito mais chance de ser bem-sucedido, aumenta a confiança ao trazer a expectativa de mudança, e com isso o próprio mercado facilita esse ajuste.

Por exemplo, quando a gente aprovou o teto de gastos, ele era um ajuste muito forte. O mercado entendeu que juntamente com o teto viriam reformas importantes, e colocou a projeção de juro real para baixo, expectativa de inflação para baixo, era um clima positivo. Se o juro de equilíbrio que o mercado espera é menor, no final o tamanho do ajuste acaba sendo menor também. Agora, não adianta mudar o arcabouço sem tornar essa regra fiscal crível. Então, precisaremos mudar a regra de salário mínimo, desindexar

os gastos de saúde e educação da receita, desvincular uma outra série de despesas que a gente tem hoje que são extremamente rígidas. E precisaremos mexer nas emendas parlamentares impositivas.

Veja, eu entendo o argumento de que mudar o arcabouço toda hora enfraquece qualquer tipo de regra fiscal no Brasil. Mas prefiro um arcabouço que não seja cíclico, que você não aumente a despesa quando a receita crescer porque a gente precisa não só estabilizar a dívida, mas fazer essa dívida cair. Ficar satisfeito com uma dívida de 80% é não almejar o *investment grade*. É não almejar uma taxa de juro de equilíbrio mais baixa, talvez de 5%. Acho que o Brasil poderia ter uma taxa muito mais baixa, como a gente chegou a ter na época do teto de gastos.

Precisaremos de um governo forte, que traga uma regra que seja crível. E isso precisa ser feito no primeiro ano de governo, com uma equipe econômica bem alinhada e com uma base de articulação política muito forte. Não é fácil. Foi feito no começo do governo Temer, e hoje é mais necessário ainda, porque a dívida pública é maior, nosso juro real é maior e estamos com um gasto social muito maior, que são as despesas mais difíceis de mudar.

Recentemente, o Centro de Debate de Política Públicas (CDPP) lançou o estudo *Caminhos do Desenvolvimento:*

Estabilizar, Crescer, Incluir, que reúne propostas de reformas estruturais visando ao crescimento brasileiro de longo prazo. Em artigo publicado na Folha de S. Paulo, os pesquisadores Marcos Mendes, Fernando Veloso e Vinicius Botelho, coordenadores do trabalho, argumentaram que as características do Brasil impedem ajustes rápidos no campo fiscal. Como avalia essa defesa?

Eu concordo que sem mudanças nos gastos sociais, por exemplo, não conseguiremos ser tão rápidos assim. Mas podemos gradualmente unificar os programas sociais, trazê-los para uma renda única, por exemplo. E há outros tipos de gasto e de regras em que a gente precisa, sim, de uma mudança rápida. Por exemplo, você pode mudar o desenho dos programas sociais ao longo do tempo pensando numa saída gradual do Bolsa Família, numa saída gradual do BPC, mas é urgente mudar a regra do reajuste do salário mínimo que vincula pensões [Previdência] e parte do gasto social.

Outro exemplo é o da vinculação de saúde e educação. Nesse caso tampouco tem que ser um ajuste gradual; é preciso tirá-la, porque ela torna o gasto pró-cíclico. E também temos a questão das emendas parlamentares. Se a gente não mudar esse cenário em que boa parte das emendas está vinculada, não vai ter espaço para fazer

“Algumas empresas que se alavancaram muito e investiram demais terão que desaparecer, mas essa transformação (da IA) pode ser muito mais promissora do que o mercado coloca hoje no preço”

“É muito diferente ver um PIB forte, uma produtividade crescendo, a pensar que a população como um todo está se beneficiando (com a IA). A tendência é de um aumento da desigualdade”

primário elevado. Não acho que essas questões são incompatíveis com a proposta do CDDP, que trata de redesenhos de políticas públicas que, dada a legislação, têm que ser graduais. Mas existe uma parte do gasto que, se não mudarmos logo, como disse, impede qualquer ajuste de ser crível.

Você seria a favor da volta do teto de gastos?

Totalmente a favor. Acho que as regras que controlam a despesa são muito mais fortes do que regras de primário. A evidência histórica também mostra que, quando os países começam a ter uma arrecadação mais expressiva - seja porque são exportadores de petróleo, seja porque são exportadores de minério -, a gente vê que a fadiga em manter esses primários altos cresce. Se você tem uma regra na despesa, aí você não tem arrecadação surpreendente que lhe traga essa vontade de mudar a regra. Mas, como disse, precisamos também de reformas. Teremos que fazer uma nova reforma da Previdência, uma reforma administrativa, senão o teto tampouco será factível e perderá credibilidade.

O primeiro teto de gastos, do governo Temer, pressupunha a aprovação de uma série de reformas que o ambiente político não permitiu que acontecessem. A reforma da Previdência foi aprovada no governo Bolsonaro, mas veio a pandemia e a regra ficou toda balançada. Haverá um monte de gente argumen-

tando que o teto de gastos não deu certo e não dará certo de novo, o que não é verdade. Condições políticas mudam ao longo do tempo, e se a gente tiver uma agenda bem desenhada junto com o Congresso, se Senado e Câmara estiverem alinhados e tiverem o perfil ideológico do governo, ajuda.

Vou botar outra pitada aqui. A gente também precisará colocar um pouco para escanteio essa questão da divergência entre os poderes, dar uma esfriada nesse atrito, senão também inviabilizará um ajuste que precisa de legislação e precisa do Judiciário alinhado, pois não há ajuste fiscal que sobreviva à batalha judicial.

Em sua análise da economia dos EUA no Seminário, José Júlio Senna, chefe do Centro de Estudos Monetários do FGV IBRE, destacou a alta concentração dos investimentos nos chamados bens intangíveis - que incluem tecnologia e inteligência artificial - em detrimento de um investimento negativo em bens tangíveis. Considera esse cenário preocupante?

A gente está vendo um *boom* de investimento em tecnologia nos EUA, é verdade, e que tem segurado a economia porque reverbera para outros setores. Claro que isso coloca uma questão superimportante para o mercado de trabalho no médio prazo. Eventualmente poderemos

ver destruição de vagas, com a IA sendo um desafio nesse sentido. Eu tenho um viés de achar que o mercado de trabalho será impactado até que essas novas vagas sejam criadas, até que a gente descubra quanto essa tecnologia vai complementar, e não substituir, a força de trabalho, mas esse peso ainda não está acontecendo. Por isso que o Fed coloca sempre um viés de risco de desestabilização da atividade. Mas é um risco, e não é o cenário base, pois não estamos vendo isso agora. A gente não viu uma desaceleração forte do consumo de serviços nos EUA, apesar da taxa de juros relativamente alta para o padrão histórico. Vemos, por exemplo, empresas aéreas revisando *guidance* para cima, por causa da demanda aquecida.

Acho que a economia americana continuará resiliente, puxada por esse aumento de produtividade. Agora, é muito diferente ver um PIB forte, uma produtividade crescendo, a pensar que a população como um todo está se beneficiando. A tendência é de um aumento da desigualdade, pois se trata de um crescimento realmente bastante concentrado. Essa, entretanto, é outra questão, que merece uma outra conversa sobre crescimento em K, no qual uma perna da sociedade se beneficia e outra perna se prejudica.

E quanto ao temor de alguns analistas sobre os riscos do estouro de uma bolha financeira da IA?

O risco de bolha sempre existe quando você vê uma exuberância tão grande num setor, por tanto tempo. Mas não acreditamos que exista uma bolha. Essa revolução de IA tem fundamento, que a gente está vendo na prática acontecer em diversos setores. Haverá de fato uma nova forma de produzir, que será muito mais eficiente do que hoje. Eventualmente, algumas empresas que se alavancaram muito e investiram demais terão que desaparecer, porque elas estarão extremamente endividadas e o mercado hoje coloca um crescimento de lucro que não vai acontecer. Mas essa transformação pode ser muito mais promissora do que o mercado coloca hoje no preço, pois estamos só no começo. Uma vez que a inteligência artificial começa a ser usada, aí que a gente aprende a usar de verdade e fica mais produtivo.

Então não vemos esse cenário como uma bolha, mas a gente costuma dizer que mortes vão acontecer no caminho. Isso pode trazer volatilidade para o mercado e perdas significativas para determinados setores e empresas. 📧



Episódio podcast Economia em 15 com Solange Sroul:

<https://go.fgv.br/S18rVvNc0JP>

<https://go.fgv.br/e4H8hkLCRe1>

Confira também:



Como foi o I Seminário de Análise Conjuntural:
<https://go.fgv.br/zNYguof01WB>.

Em vídeo:
<https://go.fgv.br/X4TcwM0OLtd>

Carta do IBRE – fev/26 “Arcabouço fiscal não deve ser substituído, mas sim aprimorado”:
<https://go.fgv.br/JHuMINwzggJ>