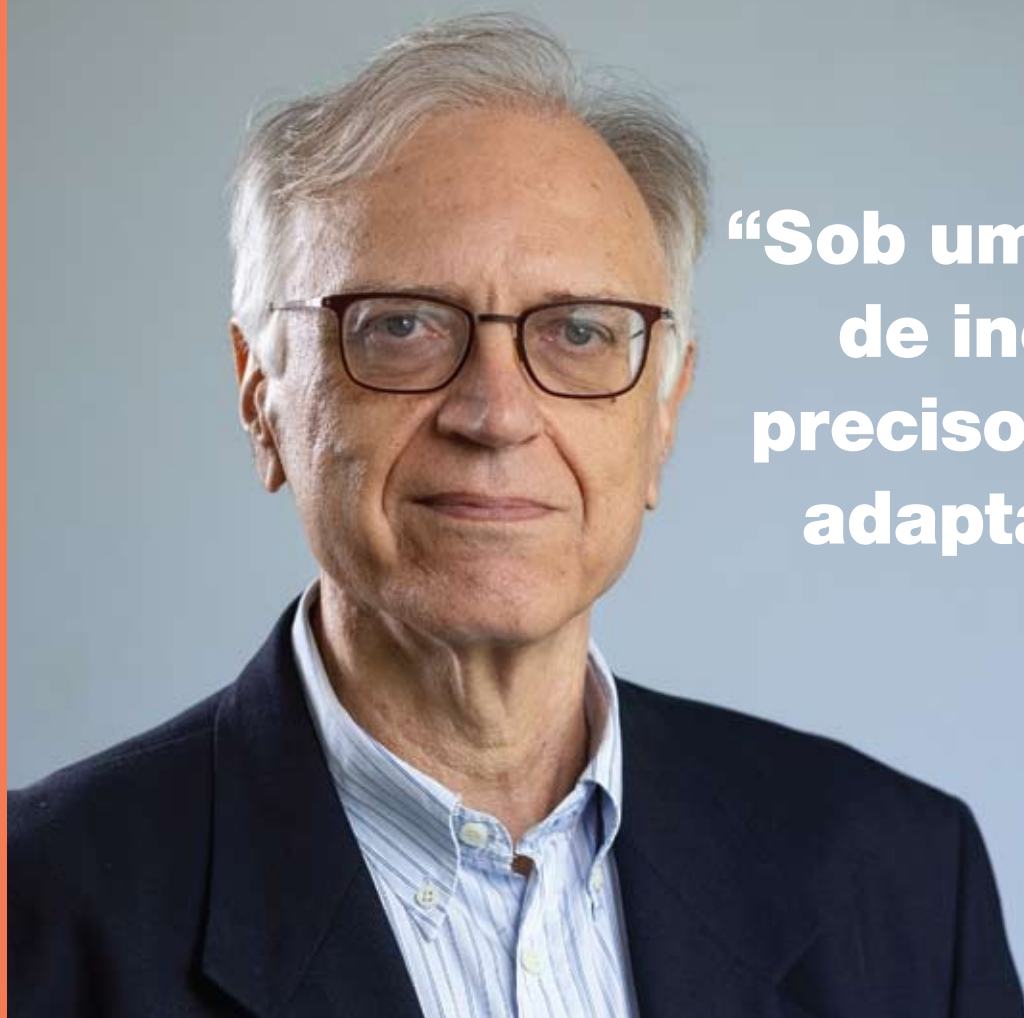




“Sob um contexto de incerteza, é preciso cautela e adaptabilidade”

Foto: Marcelo Freire

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

O alto nível de incerteza global, potencializado desde a posse do presidente Donald Trump nos EUA, tornou o trabalho dos banqueiros centrais mais complexo. No Brasil, a tarefa de calibrar a política monetária para navegar sob um cenário de riscos externos e domésticos foi o mote do XI Seminário de Política Monetária do FGV IBRE, promovido em 23 de maio no Rio de Janeiro. O evento contou com a participação do presidente do BC, Gabriel Ga-

lípulo (*online*), e de Paulo Picchetti, diretor da área internacional do BC. Em conversa para a *Conjuntura Econômica* após o evento, da qual participou Fernando Dantas, moderador seminário, Picchetti falou sobre como o BC tem olhado para as diversas variáveis que hoje configuram a pauta. “Incerteza virou a grande candidata à palavra do ano”, resumiu, ao descrever o sentimento de economistas e banqueiros centrais em fóruns internacionais.

Conjuntura Econômica — Neste início de mandato, o presidente dos EUA, Donald Trump, tem tomado decisões cujo impacto potencial ultrapassa a questão comercial, chacoalhando um ordenamento financeiro global histórico, ampliando as incertezas acima do imaginado. Como isso afeta a condução da política monetária no Brasil?

O Banco Central não tem uma preocupação explícita com questões geopolíticas para cumprir o mandato de estabilidade de preço e de estabilidade financeira. O que nos interessa é o preço e a volatilidade dos vários ativos que criam expectativas e condicionam decisões dentro do Brasil. Nesse sentido, o choque institucional que a atual administração americana começou a introduzir tem um efeito de longo prazo que é muito preocupante. Durante décadas houve a construção de um mecanismo de confiança em instituições que se provou eficiente, útil inclusive do ponto de vista econômico, e que agora é questionado. Temos um presidente dos Estados Unidos que ataca diretamente a independência e a soberania do Fed, que no fundo é o guardião do valor da dívida americana, do nível de preços. No limite, se você tem um descontrole inflacionário, o valor dos títulos da dívida é altamente prejudicado e se muda todo o cenário de alocação de recursos ao longo do mundo, inclusive no Brasil. Esses efeitos não são facilmente reversíveis. A analogia mais comum que se ouve é a da pasta de dente: depois que saiu do tubo, é difícil retorná-la para dentro.

Mesmo que amanhã sejam revertidas todas as medidas do ponto de vista comercial, e ao mesmo tempo

o presidente Trump dê uma declaração de apoio incondicional ao que o Fed está fazendo, a volatilidade que ele próprio criou com as idas e vindas dessas declarações é uma coisa que está na conta de todo o mundo. Se sou alguém que está investindo milhões de dólares em uma fábrica de veículos no Canadá ou no Brasil, que vai começar a funcionar daqui a dois anos, tratarei de esperar. Esse é um exemplo desse impacto, que tende a ter uma duração, infelizmente, maior do que o que vemos no curto

“Durante décadas houve a construção de um mecanismo de confiança em instituições que se provou eficiente, útil inclusive do ponto de vista econômico, e que agora é questionado”

prazo, mesmo, como disse, que essas medidas tomadas até agora sejam totalmente revertidas.

Nos fóruns internacionais dos quais participa, qual a avaliação predominante?

Na última reunião do grupo de economia mundial, em maio, do BIS (Banco de Compensações Interna-

cionais, na sigla em inglês), em maio, a incerteza virou a grande candidata à palavra do ano. Ao mesmo tempo, destacou-se o dilema atual de quem tem que tomar decisões com relação à política econômica em geral. Ainda não há, nos indicadores, uma tendência clara apontando uma direção. Muitos mencionaram a possibilidade de um cenário de estagflação nos Estados Unidos. É uma combinação horrível, que até muito recentemente tinha probabilidade zero, passou a ter uma probabilidade positiva depois do Liberation Day, e, a partir do recuo de Trump (*trégua aos países afetados pelas “tarifas recíprocas” e, logo, com a China*), ninguém consegue identificar, no conjunto de dados mais recente, uma evidência com probabilidade minimamente confiável. Agora a sensação é meio de calma, mas todo mundo que está olhando para esse céu reconhece que ele não está limpo, e que a qualquer hora pode vir outra tormenta.

Nas apresentações que faço, inclusive no FMI, busco alimentar a racionalidade na discussão, ilustrando o contexto com vários gráficos, mas no fundo todos estão ali para perguntar: “E o que pretende fazer?”. Isso me fez lembrar Donald Rumsfeld no episódio da invasão do Iraque, dividindo o mundo entre elementos conhecidos; os não conhecidos, conhecidos; e os não conhecidos desconhecidos. De conhecidos, a gente sabe hoje que, no Brasil, a atividade continua resiliente e que a inflação está desancorada das expectativas. De desconhecidos, conhecidos, tem a questão de qual vai ser a dinâmica do hiato do PIB, se a desaceleração será suficiente, se a política monetária está com canais obstruídos ou não, e a preocupação

com a dominância fiscal, narrativa que no fim do ano passado foi muito presente, depois diminuiu.

Mas ninguém imaginava a sequência de eventos que tivemos desde a posse de Trump. No início de 2025, ninguém chegou nem perto de prever a extensão e a natureza das medidas que ele tomou. Falou-se em tarifas, *but nothing too crazy* (mas nada tão louco). O que fazer com esses desconhecidos, desconhecidos? É preciso cautela e adaptabilidade. Se você está em um quarto escuro, comece a andar Tateando aos poucos, para não dar com a cara numa parede. Então, cautela e adaptabilidade são as diretrizes para uma situação em que você passou a ter eventos que não são eventos de cauda, ou seja, que nem estão lá na distribuição. Aqui, se trata de questões que nunca aconteceram, que até ontem tinham probabilidade zero. Numa situação em que esse tipo de coisa existe, e tem todo um contexto político-institucional que a viabiliza, aprende-se a ter cautela e se adaptar às informações na medida em que elas vão surgindo.

Uma questão destacada no seminário foi a de que, diante de diversas estimativas de impacto inflacionário das políticas de Trump, talvez o Banco Central tenha valorizado demais o potencial desinflacionário para o Brasil. Por exemplo, citou-se a possibilidade de que o redirecionamento da oferta chinesa não venha com tanta força ao país, ou de que a adoção de medidas protecionistas pelo governo brasileiro freie esse movimento. Como o BC tem acompanhado esse tema?

Antes da ata do Copom, a comunicação já trazia essa questão do balanço de riscos. A grande discussão foi a de que antes havia três riscos altistas e dois baixistas. A gente incorporou mais um baixista. O que eu considere precipitado foi a leitura que o mercado fez de que isso embutia uma sinalização de decisão de política monetária. Ou seja, de que essa simetria no balanço de risco tinha sido colocada “porque estão com vontade de interromper o ciclo e arranjaram elementos para justificá-lo”. Isso não é

“Cautela e adaptabilidade são as diretrizes para uma situação em que você passou a ter eventos que não são de cauda, ou seja, que estão na distribuição, mas acontecem muito dificilmente”

verdade. Digo do ponto de vista de quem participou da redação tanto do comunicado quanto da ata.

Existe um balanço de riscos que assume que há uma distribuição de probabilidades, e que essa distribuição ao longo do tempo pode variar, o que a gente chama de coeficiente de simetria. Ou seja, pode aumentar para um lado ou para o outro. Então, um balanço de riscos simétrico não

significa que entendemos que se reduziram completamente os riscos negativos. A ata deixou claro que não é essa a nossa interpretação. Tomamos o cuidado para comunicar que achamos que ele ficou menos assimétrico. Todos os elementos estão lá, e têm que ser considerados como riscos potenciais. Tanto que estamos no meio de um ciclo em que o juro já está muito restritivo e não demos nenhuma indicação que esse ciclo vai parar agora, ou depois, ou já teria parado.

Agora, se por um lado temos uma redução da assimetria de risco, tornando-o menos negativo, do outro lado, a dispersão dessas caudas também aumentou muito. O grau de confiança que se tem hoje sobre qualquer formação probabilística sobre dinâmica de preço é menor do que antes, porque as caudas da distribuição aumentaram a improbabilidade para os dois lados. Essa é a racionalidade por trás dessa instância que a gente tem hoje de ser dependente dos dados, justificando a ideia de cautela e flexibilidade.

Também houve comentários de preocupação quanto à combinação de flexibilidade sem prescrição futura...

Como já mencionei, é óbvio que o mercado tem uma ansiedade e gostaria que o BC dissesse tudo o que vai fazer em cada instante do tempo. Mas em um contexto de muita incerteza, você se comprometer, mesmo que não seja explicitamente, ou levar as pessoas a acreditarem que você vai fazer alguma coisa sobre a qual você mesmo não tem convicção hoje, é uma coisa que tem valor esperado negativo. Qualquer tipo de *forward guidance* só é justificável se coordenar expectati-

vas e criar uma credibilidade. A gente fez isso em dezembro, de maneira, inclusive, bastante radical, quando deu um aumento de 100 pontos base na taxa básica de juros e falou que tinha mais dois. Naquele momento, isso se justificava, tanto que o resultado foi comentado no seminário: o dólar caiu, a expectativa de inflação não caiu, mas não estourou – lembrem-se que, naquele momento de extrema volatilidade, o dólar chegou a bater R\$ 6,40. O Banco Central deu uma âncora para todo mundo e matou a narrativa da dominância fiscal. Trata-se de um teste empírico: se tivesse dominância, o dólar tinha explodido, a percepção de risco do país tinha aumentado, e a expectativa inflacionária tinha desancorado ainda mais por conta disso. Mas foi exatamente o contrário.

No evento, Galípolo destacou que neste momento a política de comunicação do BC está privilegiando não explicitamente o que se pretende fazer, mas qual é a função de reação do BC. Essa diferença não é sutil. Uma coisa é dizer “Só vou começar a baixar juros em tal data”. Dessa forma, estou me comprometendo em fazer algo. Outra coisa é comunicar que vou acompanhar ao longo do tempo um conjunto de informações, e identifiquei que um dos cenários possíveis seja a manutenção da taxa num patamar que é o de hoje, ou depois de alguns aumentos, com o compromisso de fazer o suficiente para coordenar a volta da ancoragem das expectativas.

Em que medida o calendário eleitoral, a possível preocupação do governo com metas de crescimento, e o diagnóstico de insustentabilidade

de do arcabouço fiscal em 2027 tornam o trabalho do BC mais árduo em 2026?

Uma parte fundamental do que dá credibilidade ao BC, apesar de todo o cenário eleitoral, é a autonomia operacional do banco. Isso é muito diferente do que a gente tinha anteriormente. Outra parte é o fato de que essa percepção sobre o governo ter uma meta de crescimento em 2026, e por isso estar disposto eventualmente a tolerar a inflação – de acordo à narrativa do mercado –, já

“Hoje vários elementos concorrem a uma piora do equilíbrio fiscal, mas o que de concreto temos até agora para incorporar às nossas expectativas? Por enquanto, muito pouco”

estar no nosso cenário base, pelas expectativas da Focus. As projeções também apontam a uma trajetória fiscal que não tem consolidação no horizonte visível. Quando você incorpora isso nas expectativas, há uma transmissão para o que se acha que vai ser inflação, e essa expectativa afeta as nossas projeções. No modelo do Banco Central, você tem essa diferença.

Ainda se pode argumentar que hoje o Banco Central tem uma projeção de inflação menor que a do mercado. No evento, houve essa argumentação, apontando que talvez o mercado esteja vendo uma questão fiscal que o Banco Central ainda não identificou. Nesse caso, entretanto, tem uma questão de postura, de antecipar-se ou não a um evento. Erro de política monetária você pode fazer para os dois lados. Hoje vários elementos concorrem a uma piora do equilíbrio fiscal, mas o que de concreto a gente tem até agora para reagir e para incorporar às nossas expectativas? Por enquanto, muito pouco. Por que eu tenho que me antecipar a isso, dado os riscos de se tomar uma decisão errada?

Veja o caso do crédito consignado. Há um lado estrutural positivo de aumentar o poder da política monetária, porque você reduz a taxa e a aproxima mais da taxa de política monetária, então ela fica mais sensível. Agora, no curto prazo, é um aumento de renda disponível. Há várias simulações, que estimam um acréscimo que vai de 0,3% a 1% do PIB, no acumulado de 2025/2026. Essa amplitude tem a ver com o fato de que ninguém tem clareza absoluta do que vai ser. Afinal, uma coisa é trocar dívida cara por dívida barata, e outra coisa é que gente que nunca pegou empréstimo, porque considerava caro, agora considere fazê-lo porque ficou metade do preço. Mas de que demanda estamos falando de fato? Qual é essa elasticidade? Ainda não sabemos, como também não sabemos qual o verdadeiro apetite dos bancos. Por ora, vemos essa linha na plataforma digital das instituições públicas, enquanto os privados estão avaliando. Este é um

exemplo dentro de várias coisas que podem acontecer, algumas bastante incertas, outras que preocupam mais pelo lado de sinalização do que pelo impacto que realmente têm, como o programa Pé de Meia, ou o Auxílio Gás. Teremos que acompanhar. Do ponto de vista político, do mesmo jeito que aumentar desemprego é ruim, aumentar preço de alimento também é ruim. E o governo sabe disso. Se você olhar para um cálculo que vai levar em conta uma perda de popularidade que pode sensibilizar o governo, isso pode ajudar o Banco Central a conter preços. Como disse, tem muita coisa para acontecer.

Recentemente, o governo promoveu a alteração de alíquotas do IOF por decreto, gerando críticas. O presidente do BC afirmou não aprovar a medida. O BC foi pego de surpresa?

Não posso responder pelo Banco Central, nem pelo Gabriel. No seminário ele reiterou que não considerava uma boa ideia, e é tudo que eu sei. Dentro do quadro de autonomia do Banco Central, quando vamos decidir a taxa de juros, o Ministério da Fazenda não vai dar vai dar uma opinião sobre aquilo. Da mesma forma, quando se trata de uma questão tributária, o Banco Central **não** pode influir. Como disse, o que eu olho em relação ao fiscal é o impacto que tem sobre preço de ativos. Então, se uma medida dessa tem um impacto de aumentar a cotação do dólar, aumentar a expectativa de inflação, é um dos condicionantes ali das expectativas que entram no meu modelo de projeção, de alguma forma tentaremos reagir a isso, mas é só.

Outro elemento de apreensão presente no debate foi quanto ao risco de o BC mirar explicitamente para o intervalo da meta, e não o centro, nesse momento de ultrapassagem de mares revoltos no âmbito externo, e necessidade de ajuste fiscal domesticamente. Como avalia esse quadro?

Para mim, alguma sinalização crível no campo fiscal tinha que preceder, e logo andar junto com a política monetária. Não precisa ser algo como houve na Argentina, que de um ano para o outro promoveu um ajuste

“Se você paga um custo

agora, investindo em

matrizes renováveis, há

queda de produto potencial

no curto prazo, mas no

longo prazo mais que

se compensa”

fiscal de 4% do PIB, jogando o país numa recessão. Isso é muito dramático, não sei se temos condições políticas, na democracia brasileira, para fazer isso.

Mesmo no caso de qualquer discussão sobre uma meta de inflação ideal para o Brasil – como mencionado por Sergio Werlang, referindo-se ao *paper* de coautoria de Aloisio Araújo “Inflation targeting under

fiscal fragility”. O grande exemplo dele é 2002, ano que calibra os dados do modelo para fazer suas projeções. E o que aconteceu em 2002? Temporariamente se aumentou a meta, mas com o anúncio e a realização de um enorme ajuste fiscal a partir de 2003. Acho que é algo que poderia ser discutido dentro de um modelo de maximizar o bem-estar do país intertemporalmente. Mas ajuste fiscal é condição necessária. Se você não tiver isso, não vejo como solução. Ao contrário, acho que daí você cria uma expectativa de que o teto é o novo piso, e qualquer choque ultrapassa o teto, e a gente sabe onde se termina.

Antes da posse de Trump, uma das questões que estavam na pauta sobre riscos inflacionários eram as mudanças climáticas. Ou seja, da influência de choques cada vez mais frequentes e intensos afetando, entre outros, os preços dos alimentos – como analisa a Carta do IBRE de março ([link: https://go.fgv.br/O2m8Qo83xXr](https://go.fgv.br/O2m8Qo83xXr)). De que forma esse risco está presente na análise dos bancos centrais?

Esse é um tema que temos muito presente. O Banco Central faz parte do Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System (NGFS), que atualmente reúne mais de 130 bancos centrais com diferentes níveis de envolvimento, de observadores a patrocinadores. O que o NGFS faz é a construção de cenários de transição climática. Um trabalho difícil, mas incrivelmente importante. Há o cenário em que se alcança a transição para o carbono neutro até 2050,

com todos os protocolos do Acordo de Paris implementados pelos países e a contenção do aquecimento global. Logo há cenários intermediários, em que somente parte das metas é alcançada, e um cenário no qual nada é feito.

Há uma modelagem microeconômica por setor indicando, por exemplo, quanto custa substituir a fonte de energia por uma renovável. Isso é importante, posto que nem todos os países contam com uma matriz predominantemente renovável como o Brasil. Isso encarece essa transição, e faz com que o mercado não decida sozinho por uma mudança. Por outro lado, o que esses cenários deixam bem claro é o impacto nos agregados macroeconômicos: como PIB, taxa de juros, preços. O que eles citam é que tem uma conta intertemporal do custo da transição *versus* o custo da não transição. Então, se nada for feito, tem uma trajetória que no curto prazo está OK, mas que piora no longo prazo, pois haverá aumento do preço de alimentos, desemprego, desigualdade, índices de pobreza. É o colapso do planeta, e não é brincadeira. Por outro lado, se você paga um custo agora, investindo mais em matrizes renováveis ainda que isso hoje custe mais caro do que queimar petróleo, há uma queda de produto potencial no curto prazo, mas no longo prazo isso mais do que se compensa, porque mitiga os impactos negativos do aquecimento global.

Antes mesmo de Donald Trump tomar posse, ainda no governo de Joe Biden, os Estados Unidos saíram do NGFS. O Banco Central americano sempre tornou vocal que transição climática não fazia parte do seu mandato.

Diante dessas conclusões, é possível considerar que a tendência é de o fator climático passar a entrar no cálculo de metas de inflação?

Quando você tem um investimento muito grande necessário, como é o da transição energética, a taxa de juro neutra aumenta. A taxa de juros é o que faz as pessoas decidirem consumir depois em vez de antes, ou seja, investir. Então, com uma taxa de juros neutra mais alta, você cumpre o resto do mandato sem instabilidade de preço, dá início a uma era de juros mais altos,

“Temos um trabalho para ser feito em várias dimensões.

Por exemplo, usar fiscalização da regulação prudencial para garantir financiamento para investimentos que são sustentáveis”

que é um cenário que eu acho provável dado esse contexto todo.

Não sei se a melhor forma de fazer um ajuste é aumentando a meta de inflação. Acho que, dessa forma, se está dando um sinal que, no contexto atual de desequilíbrio fiscal – que não é só nosso, é do mundo inteiro –, é ruim. Parece que tem embutida aí uma solução para a questão fiscal que vai passar pela inflação resolvendo

parte do problema, porque você está tolerando uma meta maior.

Acho que temos um trabalho para ser feito em várias dimensões, não só de política monetária. Por exemplo, de usar fiscalização da regulação prudencial para garantir financiamento para empresas que privilegiem investimentos que são sustentáveis. Também, de dar condições para viabilizar o mercado de crédito de carbono para valer, para internalizar esse custo que hoje em dia é uma externalidade, e criar o que está sendo chamado de uma taxonomia, que é um conjunto de informações que vai permitir ao regulador entender como que ele pode atuar. E, além de tudo isso, criar mecanismos de incentivo para direcionar recursos para investimentos sustentados, especialmente aos países emergentes. Aqui temos uma iniciativa, que é pública e conhecida, que é o programa Eco Invest Brasil (*de mobilização de capital privado externo e proteção cambial para investimentos voltados à transformação ecológica*). Isso é um potencial enorme de energia limpa, mas são projetos de décadas de maturação. Qualquer investidor estrangeiro hoje olha e fala: “Acho bom, mas não sei o que vai acontecer com a taxa de câmbio”.

No caso do Brasil, como o BC avalia a trajetória de aumento de preços dos alimentos no domicílio? Consideram o efeito climático?

Teve um episódio muito pontual, que foi o Rio Grande do Sul no ano passado, mas foi um choque *one-off*. Hoje olhamos como risco potencial, e acompanhamos a dinâmica de preço de alimentos em função de todos os fundamentos por trás de oferta e demanda. 