

BCs em tempos de incerteza

Economistas analisam implicações de guerra tarifária e desequilíbrio fiscal doméstico no **XI Seminário Anual de Política Monetária do FGV IBRE**

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Os desafios do Banco Central em calibrar os efeitos da incerteza do cenário externo e os riscos do cenário fiscal doméstico deram a tônica do XI Seminário Anual de Política Monetária promovido no final de maio, pelo FGV IBRE. Em participação por videoconferência, o presidente do Banco Central, Gabriel Galípolo, resumiu o momento como de cautela e flexibilidade. “Dado o estágio da política monetária brasileira e o grau de incerteza externa, não se deve ter movimentos bruscos”, afirmou, sinalizando a necessidade de a taxa de juros básica permanecer em nível “bastante contracionista” por um período mais prolongado, visando à convergência da inflação à meta.

No evento, o presidente do BC ressaltou o diagnóstico de que os desdobramentos da política tarifária do presidente Donald Trump resultem em um cenário mais benigno para o Brasil em relação a seus pares, ainda que sob um contexto negativo de guerra comercial. “Quando houve o *Liberation Day*, vimos as moedas de emergentes sofrendo menos que em outras ocasiões em que aumenta o sentimento de aversão ao risco”, afirmou, destacando que outros países emergentes, ao verem reduzir os riscos de desvalorização de sua moeda e de desaceleração mais forte da economia global, mantiveram sua



sinalização de flexibilização da política monetária. “No caso brasileiro, entretanto, as expectativas estão desancoradas há um tempo, acentuando-se no final de 2024”, destacou, ressaltando um maior peso da dinâmica doméstica nessa equação de política monetária.

No campo doméstico, a expectativa se concentrava no posicionamento de Galípolo quanto ao anúncio do Ministério da Fazenda, na véspera do evento, de mudanças no Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), via decreto, para cumprir as metas fiscais. Na ocasião, Galípolo ressaltou que não era favorável à medida. Ponderou, entretanto, as diferenças na tomada de decisão do BC em relação ao ministério. “Toda decisão em política econômica – fiscal ou monetária – envolve algum tipo de *trade-off*, um ônus e bônus, e vai gerar algum tipo de insatisfação por algum setor da economia”, afirmou, diferenciando o contexto do BC, “que goza de uma posição institucionalmente mais favorável à política monetária, posto que tem dentro da sua competência as ferramentas e alçada de decisões para acionar as ferramentas para persecução das suas metas”, afirmou, da dinâmica da Fazenda. “Quando olho para a política fiscal, ela conta com essa camada adicional de complexidade, de que as muitas decisões que precisam ser tomadas envolvem negociações com agentes, com outros setores da sociedade, iniciativa privada, outros ministérios, outros poderes da República”, afirmou. No fechamento desta edição, o go-

verno negociava com o Congresso a aprovação de um novo pacote de medidas como alternativa ao projeto do IOF.

Questão de dosagem

Paulo Picchetti, diretor de Assuntos Internacionais e Gestão de Riscos do BC, reforçou no evento a ideia de que, quanto maior a incerteza, menor deve ser a velocidade de ajuste da inflação à meta. “Temos que acompanhar novos dados até o final de junho, para a tomada de decisão”, afirmou, reforçando a mensagem na entrevista concedida à *Conjuntura Econômica* (pág. 14).

José Júlio Senna, diretor do Centro de Estudos Monetários do FGV IBRE, organizador do evento, concordou que, com a alteração da perspectiva de desaceleração da atividade mundial desde as flexibilizações temporárias de tarifa entre EUA e China e a dos EUA para os demais países afetados desde o *Liberation Day*, “é preciso avaliar em que medida o ambiente internacional traz condições de ajudar o BC” a levar a inflação à meta de 3% ao ano. Para Senna, é importante que, ao se defender um cenário de maior flexibilidade de convergência inflacionária, que não necessariamente mire para o horizonte relevante, fique claro para o mercado que o ciclo de flexibilização da política monetária não está próximo. “A vontade que os juros caiam é algo que o mercado tem o tempo todo, e a razão é simples: a dívida pública emitida pelo governo está na mão das pessoas, do mercado. Quando os juros apresen-



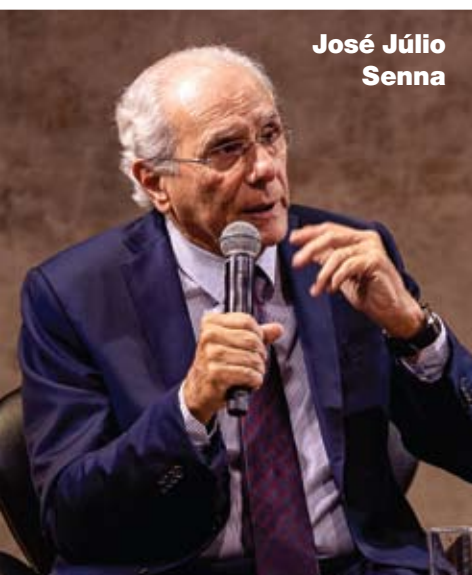
Luiz Guilherme Schymura



Fernando Dantas



Gabriel Galípolo



**José Júlio
Senna**



**Tiago
Berriel**



**Fernanda
Guardado**

tam trajetória de queda, o preço dos papéis sobe e se faz um ganho. Assim, quando há qualquer sinalzinho de que pode haver mudanças, o mercado vem com força”, disse.

Um dos alertas dos economistas no evento era o de moderação quanto às expectativas sobre o efeito desinflacionário que a guerra tarifária entre Estados Unidos e China pode gerar para o Brasil. Para Fernanda Guardado, do BNP Paribas, essa expectativa deve ser tomada com cautela, “em especial com nosso histórico, como nas crises internacionais de 2008 e a europeia de 2011, em que desaceleração global não materializou a ajuda esperada”, ilustrou. Guardado destaca que nesses episódios, por ser uma economia mais fechada, e de dimensões continentais, o Brasil manteve uma demanda interna forte alimentando a inflação. “Agora, mesmo com o ministro Fernando Haddad sinalizando um esforço de contenção de despesa, ainda temos gastos que crescem acima da inflação”, destacou, apontando a expectativa de a Selic fechar 2025 em 15% ao ano, sem visualizar margem para cortes “ao menos até maio de 2026”.

Tiago Berriel, do BTG Pactual, reforçou o diagnóstico de que o descolamento de comércio com a guerra tarifária não seja um “game changer” no caso brasileiro, reforçando o foco na trajetória fiscal brasileira. “Estamos tomando doses sucessivamente maiores do remédio (taxa de juros), e isso não está fazendo o efeito esperado, devido à dinâmica dos gastos”, afirmou. Entre os elementos que podem manter a demanda do-

méstica aquecida, minando a força da política monetária, Berriel citou o crédito consignado privado. “Isso foi pouco destacado pelo BC, e melhora a qualidade de crédito de parcela substancial da população”, disse. Ainda que a comunicação do governo esteja focada nas vantagens de mudanças de reduzir o custo do crédito para a população, que pode substituir seu endividamento por contratos mais baratos, reduzindo o comprometimento de renda, Berriel lembra que isso não garante que esse alívio evite uma nova alavancagem. “Também existe a possibilidade de que pessoas que antes achavam o custo do crédito caro passem a se endividar”, afirma, reforçando que, se estruturalmente a medida é boa, na atual transição “é impacto de demanda agregada na veia”.

Ana Paula Vescovi, diretora de macroeconomia do Santander Brasil, destacou no evento o desafio adicional do ajuste fiscal no Brasil, levando em conta o alto nível de rigidez orçamentária. “No orçamento, 92% de toda despesa é obrigatória, vinculada ou indexada. O aumento da despesa primária do Brasil é de 4% ao ano, acima do PIB, insustentável”, afirmou. “Até se pode tentar aumentar imposto para melhorar o resultado primário, mas a carga já é de 32,5% do PIB, há resistência no Congresso”, lembrou, citando ainda os problemas envolvendo saídas laterais para não precisar do Congresso, como o decreto de aumento do IOF.

“Temos uma boa notícia, que é a de que há muito a fazer no Brasil para melhorar a produtividade dos progra-

mas sociais, em termos de impacto na distribuição de renda. Mas estamos há dez anos presos na armadilha do ajuste fiscal. Quando se alivia o cenário, a política monetária perde pressão, desistimos e voltamos a colocar recursos na economia, seja devido a choque externo, seja por outro fator. O Brasil precisa resolver esse problema urgentemente”, defendeu.

Rodrigo Azevedo, sócio da Ibiúna Investimentos, recordou no seminário que o aperto monetário adicional realizado pelo BC a partir de dezembro provou que a política monetária funciona, “com as estimativas do Focus pra a inflação reduzindo, demonstrando que não houve dominância fiscal”. O problema, defendeu, é a diferença de interpretação entre BC e mercado financeiro sobre a política fiscal no médio prazo. “O mercado trabalha com a ideia de que o governo trabalha com metas de crescimento e não será no último ano de mandato que aceitará crescer menos”, afirmou, indicando que se a política monetária jogar a economia para baixo, é alta a possibilidade de um esforço fiscal gigantesco para mitigar perda de PIB. “A história de 2026 está sendo determinada agora, e será complicada”, afirmou, apontando que em 2026 a política monetária ainda terá de enfrentar uma perda de capacidade de influenciar os rumos de 2027, dado o ambiente de incerteza de qual será o arcabouço fiscal a partir do próximo presidente. “Essa incerteza mina a potência do canal de expectativas, e a taxa de juros praticada ao longo desse período terá de ser mais alta do que se esse canal estivesse funcionando”, afirmou.

Em sua exposição, Sérgio Werlang, professor da FGV EPGE, defendeu a decisão do BC de sinalizar cautela e não de forçar uma convergência da inflação à meta no horizonte relevante, de 18 meses. Werlang afirmou que perseguir uma convergência mais rápida levaria a taxa de juros real muito para cima, contribuindo para um cenário de dominância fiscal. O economista tomou como base sua análise – detalhada no Blog do IBRE (<https://go.fgv.br/2IjO00OOSbN>) – de texto de coautoria do professor Aloisio Araujo (FGV EPGE) que mostra que o alto nível de rigidez orçamentária do Brasil não permite ao país ter uma meta de inflação tão baixa quanto seus pares emergentes, em torno de 3% ao ano. defendendo que o nível adequado para a realidade brasileira é de 4,5% ao ano. “O limite de dominância fiscal é mais baixo quanto mais baixa é a meta de inflação”, afirmou, apontando que, para uma meta de inflação brasileira de 3% ao ano, o contexto de dominância fiscal já aconteceria quando a dívida bruta do governo geral alcançasse 86,7% do PIB. “Relatório da Instituição Fiscal Independente do Senado (IFI) de dezembro estimulou que a probabilidade de que a relação dívida bruta sobre PIB exceda 90% até 2029 era de 80%. A que conclusão chegamos? De que a dívida baterá às portas da dominância fiscal em um futuro não muito distante”, afirmou, reforçando a defesa de se afastar a necessidade de convergência da inflação para a meta no horizonte relevante, mas sem abandoná-la, e focar no controle de gastos para equilibrar as contas públicas. ■

Ana Paula Vescovi



Sergio Werlang



Rodrigo Azevedo

