

## **Entrevista** Livio Ribeiro

Pesquisador associado do FGV IBRE,  
sócio BRCG



# “Em 2027, será preciso pagar a conta dos excessos”

Os Estados Unidos ganharam peso nas análises macroeconômicas recentes. Além da volta da aplicação de sobretaxas às importações de origem brasileira, a mudança de comando no Fed também tem acendido alertas quanto às implicações de ajustes na condução da política monetária da maior economia do mundo. Nesta conversa, Livio Ribeiro analisa esse cenário deixando claro que, por ora, a maior preocupação para o Brasil em ambas as frentes – comercial e monetária – continua sendo doméstica. Também são internos os principais desafios da China, onde as preocupações quanto à fraca resposta da demanda das famílias ainda sobrepõem as implicações da batalha comercial jogada por Trump em diversos pontos do tabuleiro, afirma Ribeiro. “A China não tem a mesma institucionalidade brasileira, em que se propõe transferências que são aprovadas no Congresso”, ilustra, destacando as dificuldades, no país, de se operar políticas de impulso ao consumo. “Com esse descasamento de instrumentos, ações e necessidades, os desequilíbrios vão aumentando.

**Solange Monteiro**, do Rio de Janeiro

**Entramos na corrida eleitoral no Brasil com destaques não triviais no cenário externo. Além de questões político-diplomáticas com os EUA e países da região, em julho houve a volta do tarifaço de Trump. Como avalia o impacto desse cenário nas eleições, e qual a estratégia de política externa adequada para o Brasil no médio prazo?**

Vamos separar a economia política da estratégia efetiva. Na economia política, inclusive em termos de eleição, a tática é mos-

trar indignação e altivez. Você tem que mostrar soberania, tem que mostrar que não vai se curvar. Na prática, não se fará nada disso. Passada a lacração para as redes e jornais, não haverá retaliação. Vamos negociar para aumentar a quantidade de isenções, usando inclusive o *lobby* do comprador americano, final ou intermediário, que está sendo prejudicado. Acho que o governo se limitará a isso: cantar de galo no macro, mas, no micro, trabalhar em torno das negociações. Ao final, o barulho será muito maior do que a ação.

**“O Plano Brasil Soberano – agora em sua terceira edição – não é um programa de apoio ao exportador, mas um programa de política industrial que utiliza o tarifaço como justificativa, como fato gerador do impulso”**

**Quanto às políticas de apoio aos setores prejudicados com as tarifas americanas, como seria a calibragem ideal levando em conta que não há perspectiva para o fim da guerra tarifária travada por Trump?**

Veja, nosso ponto de partida, que é o Plano Brasil Soberano – agora em sua terceira edição – não é um programa de apoio ao exportador, mas um programa de política industrial que utiliza o tarifaço como justificativa, como fato gerador do impulso. É possível identificar isso, inclusive, na extensão das empresas que são agraciadas (indo cada vez mais longe na cadeia, para além do exportador e passando por fornecedores) e nas sucessivas rodadas de renovação. Na segunda edição do plano, iniciada em março deste ano, foi interessante porque a renovação aconteceu após uma queda da tarifa efetiva (*a tarifa recíproca de 10% de abril de 2025 e a sobretaxa de 40% sobre produtos brasileiros foram derrubadas pela Suprema Corte dos EUA em 20/2, quando passou a vigorar uma nova tarifa global de 10% acionada por Trump, com validade de 150 dias*). E agora há uma terceira rodada, já sob os efeitos da investigação com base na Seção 301 da Lei de Comércio dos EUA (*que concluiu que Brasil e outros países incentivam a manutenção do trabalho escravo ao não fiscalizar importações de mercadorias produzidas a custos artificialmente baixos*), com uma sobretarifa de 25%, à qual foram adicionados outros

12,5%. A terceira fase do Brasil Soberano chega, inclusive, a requestrar fundos que foram disponibilizados e não gastos na primeira fase do programa; algo perto de R\$ 10 bilhões, que se tenta fazer chegar, de novo, à economia.

Em resumo, há uma narrativa e há o fato. O fato é que isso foi mais uma forma de, no ciclo político eleitoral, jogar dinheiro na economia de uma maneira que não seja obviamente expansionista para quem olha a política fiscal pela lente do resultado primário.

**Qual a melhor forma de contribuir com os segmentos impactados pelo tarifaço?**

A conta oficial do governo é de que, em 2025, o tarifaço, cujo impacto era um pouco maior do que neste ano, gerou um efeito agregado no PIB de 0,1%. Para esse nível de impacto, não precisa fazer nada. Obviamente haverá setores que sofrerão muito, mas eles não parecem ser tão relevantes no agregado da economia.

**Há quem defenda que alguns dos setores afetados são pouco produtivos, portanto, não deveriam de fato receber apoio para exportar. Essa avaliação converge com sua análise?**

Não com esse olhar específico em produtividade. No meu caso, se trata de uma análise bem mais pedestre. Se você tem uma estimativa oficial de um impacto irrisório na

economia, por que promover um programa cujo custo é maior do que o impacto como o que foi feito? Foi o que se fez.

**Voltando aos Estados Unidos, a mudança na presidência do banco central americano também foi elemento de expectativa para o mercado financeiro. Como avalia as duas primeiras decisões de política monetária com o Fed sob o comando de Kevin Warsh?**

Elas mostram que tudo está em aberto. De um lado, indica-se que a meta de 2% do PCE não está em discussão, que há incômodo com a questão inflacionária, que no mandato dual o desempenho está muito melhor do lado do mercado de trabalho do que da inflação – área em que reconhecem que se está devendo –, e que ambos os lados não estão em conflito. Mas na frase seguinte ouve-se que é preciso avaliar um amplo conjunto de informações, como outros indicadores de inflação, para tomar decisões, e que este FOMC não quer surpreender o mercado. Isso significa preocupação ou não? Não tenho ideia.

**Quais impactos esperar da gestão de Warsh foram tema do editorial do Boletim Macro FGV IBRE de julho, em que se destacou a possibilidade de uma política monetária mais apertada...**

O ponto central nesse debate é muito mais do que incerteza acerca da decisão monetária se os juros sobem ou se os juros caem. O que está incomodando cada vez mais gente é que, sob Warsh, se tem uma grande incapacidade, pelo menos por enquanto, de inferir qual é a função de reação – ou, melhor ainda, a função de decisão da autoridade monetária americana.

O que eu quero dizer com isso? Ele já muda bastante o rito de comunicação, que é muito mais seco e muito menos descritivo. Há muito menos pistas sobre o que se pensa, e um aumento relativo da importância das entrevistas (Q&A) pós-reunião. Mas, nesses eventos, Warsh não preza por dar uma direção clara. Não estou falando de *forward guidance* no sentido explícito, mas um *guidance* de *framework*. Ele tem comentários para todos os lados. Numa mesma entrevista ele pode soar super *hawkish* ou soar super *dovish*.

Isso está criando um problema muito grande na forma como o Fed se comunica com o mercado - e o problema é que eu acho que isso é intencional.

Parece-me que Warsh tem a visão de que os preços de mercado devem ser formados da forma mais pura possível, refletindo a avaliação do mercado acerca do cenário, sem interferências do banco central. E que o BC deve usar esse preço formado dessa forma como um sinal para sua tomada de decisão.

Mas o preço de mercado não é formado, principalmente no curto



A conta oficial do governo é de que, em 2025, o tarifaço gerou um efeito agregado no PIB de 0,1%”

**“O que está incomodando cada vez mais gente é que, sob Kevin Warsh (novo presidente do Fed), se tem uma grande incapacidade, pelo menos por enquanto, de inferir qual é a função de reação – ou, melhor ainda, a função de decisão da autoridade monetária americana”**

prazo, em função da percepção do mercado acerca do cenário. Ele é formado em função da percepção do mercado acerca da atuação do Fed em função do cenário. Então, tem uma referência circular na cabeça dele, e não é por acaso que virou uma bagunça. As curvas estão supervoláteis, oscilando em função dos dados de altíssima frequência. Política monetária não é feita em função do último dado de inflação. Por sinal, essa é uma crítica pertinente também ao Banco Central do Brasil.

Mas, como disse, o fato é entender qual o processo decisório, os passos para uma decisão de política monetária dos EUA de subir, cortar ou manter os juros. E no meio disso ainda tem as cinco forças-tarefa para sugerir mudanças em diversos pedaços da atuação do Fed, que são pedaços centrais para a condução do seu trabalho: comunicação, uso alternativo de dados, a discussão de tamanho do balanço do Fed, dos efeitos de inteligência artificial sobre produtividade – portanto, sobre inflação – e a discussão de *framework* monetário nos Estados Unidos. Objetivamente, ninguém sabe o que vai acontecer.

**Estruturalmente, são agências adequadas?**

Quanto à comunicação, acho que a gente sempre tem que fazer para melhorar a comunicação de um banco central, que é um processo central para o trabalho. Só que, no atual contexto, confunde pelo perfil das

decisões recentes, como ausência de comunicação para manutenção de graus de liberdade da autoridade monetária. Warsh pode até falar menos, mas ele tem que falar melhor.

A discussão de inteligência artificial e os seus impactos da economia eu não vejo como uma questão estrutural *per se*, mas é algo que deveria nortear o debate sobre decisões de política monetária de hoje para o futuro. Por sua vez, a força-tarefa do balanço do Fed é meritória nos Estados Unidos, em especial nessa confusão entre afrouxamento e aperto quantitativo e a gestão via instrumento de juros. Agora, quanto ao *framework* monetário e métricas alternativas de dados, não fica claro sobre o que estão falando. No final, a sensação é de que se está balançando muito o barco, talvez para não chegar muito longe. Até porque todas as pessoas que fazem parte dos grupos de trabalho são experientes. Tenho dúvidas de que, com a importância que têm, aceitariam participar de grupos de trabalho apenas para referendar os preconceitos de Warsh – dos quais, como disse, sabemos pouco.

**Como essa conjuntura do Fed impacta a condução da política monetária no Brasil – e como avalia a atual conjuntura dos juros aqui?**

As pessoas gostam de fazer relações mecânicas entre juro lá fora e juro aqui. Ainda que evidentemente os movimentos do Fed façam parte

Foto: Bloomberg.

das condições de contorno sob as quais a decisão de política monetária vai ser tomada, essa relação não é tão mecânica.

O que a gente está vendo no mundo? Nos Estados Unidos, são curvas de juros empinadas, todas apontando para juros maiores daqui a um ano ou daqui a um ano e meio do que a gente tem hoje. Isso quer dizer o quê? Com o atual nível de incerteza, de risco ou de pressão, como quiser classificar, todo mundo imagina, com a informação disponível hoje, que o juro daqui a um ano será maior. Note que isso também vale para o Brasil, ainda que aqui o patamar seja diferente. Se estamos falando de alguma coisa partindo de 2,25% na Europa ou de 3,5% ao ano nos Estados Unidos, aqui estamos partindo agora de 13,75%. Isso por si já é uma patologia.

Na decisão de agosto, o Copom foi bem em linha com o que a gente imaginava em termos gerais. Ele fez uma coisa que projetávamos, mas nos incomoda, que foi cortar o juro com um balanço de riscos assimétrico e altista para a inflação e expectativas de inflação do mercado e projeções do seu modelo fora da meta. Ainda houve uma segunda coisa que trouxe embutida uma mudança inesperada. Imaginávamos que o Copom reduziria a projeção para a Selic deste ano por causa dos resultados recentes um pouco mais favoráveis de inflação. Só que a gente esperava que a projeção de IPCA para o fim de 2027 fosse cair, e ela subiu. E a queda projetada para o IPCA entre

o quarto trimestre de 2027 e o primeiro *trade* de 2028 é de 60 bips na inflação. Isso para mim é insondável. Além disso, na decisão anterior o BC circunscreveu a decisão de corte de 25 pontos-base com “neste momento”. Em “banco centralês”, isso significa dizer “olha, estou considerando um curso de ação posterior, que é diferente do atual”. Na decisão atual, isso é abolido, deixando o cenário mais confortável para o BC.

Na BRCG, projetamos a Selic para 13,5% ao ano. Por quê? Vamos pegar o conjunto de informações hoje: projeção do horizonte relevante acima da meta; balanço de riscos assimétricos e altista; expectativas de mercado subindo, principalmente para horizontes mais longos, de 2027 a 2028. O BC vê moderação na atividade com sinais mistos; confesso que eu vejo uma estagnação do ritmo de crescimento, mas sem sinais claros de uma involução. No máximo, tentativos. E aí volto ao que mencionei sobre o horizonte da inflação: não se pode olhar para as surpresas inflacionárias dos últimos dois meses e achar que isso é relevante para a condução da política monetária. Se com esse conjunto de informações se continua a cortar juros, suprimindo o condicional temporal do movimento, não vejo em setembro e em novembro o que faria o BC mudar de ideia. Acho que 13,5% ao ano inclusive é com viés de baixa.

Insisto: tenho muita dificuldade de ver um cenário de pouso suave da economia que seja acompanha-



**Kevin Warsh,**  
presidente do Fed

**“Todo mundo imagina, com a informação disponível hoje, que o juro daqui a um ano será maior. Isso também vale para o Brasil, ainda que aqui o patamar seja diferente. Se estamos falando de algo partindo de 3,5% ao ano nos EUA, aqui estamos partindo agora de 13,75%. Isso por si já é uma patologia”**

do de pouso suave de inflação, portanto, permitindo cortar juros. Para a inflação não disparar, ou você sobe o juro, portanto, aumentando a restrição que pode jogar essa economia muito para baixo, principalmente em 2028, ou já se tem uma recessão no ano que vem, e aí a inflação cai e o juro pode cair na sequência. O fato é que eu não consigo ver uma economia que tem inflação de preços livres ex-alimentos acima da banda de tolerância da meta – ela roda entre 4,5% e 4,7% há um ano e meio – pousando. Ao contrário. Ela está voando na mesma altitude, que é alta.

**Em recente episódio do *podcast Economia em 15'*, o coordenador de Índices de Preços do FGV IBRE, Andre Braz, destacou o caso da inflação dos serviços livres, que tem se sustentado em torno de 6% em 12 meses. Quando a Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) 2024/2025 for divulgada, provavelmente eles ganharão mais peso na inflação de 2027, pressionando por mais esforço da política monetária...**

Nem é preciso chegar na próxima POF. Numa conta básica que o BC desenvolveu no ano passado, a inflação de serviços, para ser consistente com a meta, tem que estar um ponto percentual próximo dela. Ou seja, para você chegar a uma meta de 3%, ela tem que estar rodando mais ou menos em torno de 4%. Se está rodando em 6%, como

mencionou, como achar corte de juros tranquilo?

Outra coisa: para uma estimativa de inflação de 3,8% para 2027, o BC tem na conta 3,5% em preços administrados. Se este ano a estimativa é de que fechem em 5,1%, como ser tão baixo em 2027? Será preciso esperar muito da energia elétrica, porque do lado da gasolina é muito difícil, pois esta hoje já tem uma defasagem de 30% em relação aos preços internacionais. E quanto a plano de saúde, farmácia, serão reajustados abaixo da inflação? O fato é que, no detalhe da conta, há inúmeras peculiaridades.

Veja, a sociedade vê valor em juro baixo, mas não vê valor em inflação na meta tanto quanto deveria. Todo mundo quer a inflação baixa, mas não quer pagar o custo para isso. Mas a inflação não vai cair por gravidade. Ela poderia cair por ganhos de produtividade que levariam à inflação estrutural da economia brasileira cair. Não é fácil, e 2027 tampouco será um ano fácil. Será preciso pagar um pouco da conta do excesso. A questão é em quantas prestações decidiremos pagá-la.

### **Quais as suas perspectivas para a agenda fiscal em 2027?**

No FGV IBRE, os pesquisadores envolvidos na produção do Boletim Macro de agosto, coordenado por Silvia Matos, estão debatendo esse fiscal e, especialmente, as despesas financeiras. Trata-se de um tema delicadíssimo para o próximo gover-

no, pois destacamos uma série de formas de expandir o impulso fiscal – como o crédito subsidiado – que tem aumentado muito em magnitude, criando caminhos diferentes para estimular a demanda agregada. Caminhos mais longos e de difícil estimação, se comparados a um gasto primário usual. Mas os caminhos estão lá, e ficam cada vez mais largos.

Nesse aspecto, fico crescentemente preocupado, com a narrativa padrão da viabilidade de ajuste gradual no campo fiscal. E isso é central para o debate de juro e crescimento.

### **Qual a chance de chegarmos a um quadro de uma dominância fiscal?**

O debate é outro. E aí é uma questão objetiva. A gente não tem um problema intertemporal de sustentabilidade do Estado brasileiro, porque a gente é credor líquido em dólar. Você sai pelo dólar. O debate não é de dominância fiscal estrita. Ele é um debate de até que ponto o fato de você ter uma dívida impagável, a taxa de juro real que existe hoje, vai fazer com que exista uma escolha de redução deliberada da taxa de juros real da economia, ou porque a inflação vai andar mais ou porque o Banco Central vai ser mais proativo. Aí é meio “turcanização” do debate brasileiro. Eu gosto mais dessa tipificação, e aí a chance não é baixa. Mas não se trata de dominância fiscal no sentido estrito, pois o câmbio resolve.

**Vamos falar um pouco de China? Em entrevista anterior à *Conjuntura*, em novembro de 2024, pré-posse de Trump, o mundo já estava atento aos números da atividade na China. Naquele momento, sua defesa era de que, mais do que se preocupar com uma China que cresce menos, é melhor entender o que essa nova China representa em termos de demanda. A piora do contexto geopolítico redimensiona essa avaliação?**

Acho que não. Quando fazemos a abertura do dado do resultado do PIB chinês por trimestre, até o segundo trimestre de 2026, a frustração de crescimento observada está muito associada a uma desaceleração adicional de demanda na economia chinesa. Observamos isso a partir de um indicador que tem como base a taxa de poupança implícita das famílias em função da sua renda disponível, usando a tabela de recursos e usos do PIB chinês. E essa taxa de poupança nunca foi tão grande, fechou o segundo trimestre no pico da série.

Por sua vez, quando se olha o comportamento dos dados de alta frequência, serviços, varejo, quando se olha o perfil de importação da economia, identifica-se uma exaustão de demanda privada. Ou seja, essas ações de demanda privada parecem estar muito ligadas ao consumo de bens e serviços.

E aí, como mencionou, temos um ambiente externo confuso, não



**“O chinês abre o jornal e vê que está todo mundo brigando com ele. O mercado de trabalho continua seu ajuste infinito, alimentando incerteza. O desemprego dos jovens já é um múltiplo do desemprego agregado de economia. (...) O que o chinês faz? Fica cada vez mais defensivo”**

é? O chinês abre o jornal e vê que está todo mundo brigando com ele. O mercado de trabalho continua seu ajuste infinito, alimentando incerteza a respeito da renda futura, porque você não sabe se o seu filho estará empregado. O desemprego dos jovens já é um múltiplo do desemprego agregado de economia. E há ainda um efeito de riqueza negativo, porque seu investimento seja no mercado acionário, seja em imóveis, perdeu muito valor, e não há perspectiva clara nem de estabilização. O que o chinês faz? Fica cada vez mais defensivo.

Paralelamente a isso, há um processo de ajuste de sobreoferta, que é o *neijuan* (combate à involução econômica), sobre o qual conversamos na entrevista mencionada. Em um ambiente de demanda fraca, o ajuste de oferta é ainda maior, porque tem mais sobreoferta para um determinado nível de demanda. Então, as coisas nesse aspecto meio que se somam, mas o fato gerador da confusão continua sendo uma economia que tem uma redução importante da sua capacidade de absorção. A externa o país não controla. A China até faz um trabalho relativamente bom em buscar novos mercados, em diversificar em relação aos Estados Unidos. Mas o *bug* está na demanda interna – e essa o governo não tem atacado adequadamente. O perfil de políticas públicas proposto não busca estimular consumo, serviços, a dinamização de um mercado doméstico.

O programa de *trade-in* já vem de alguns anos, só que ele está vencendo. E agora, no momento em que o consumo está desabando, eles não renovaram. A novidade que houve em termos de diretriz foi a publicação de um plano específico para consumo dentro do plano quinquenal, isso nunca tinha aparecido. Esse apêndice apresenta um número bonito, de elevar o consumo das famílias a 30 trilhões de renminbis até 2030. Mas, se você faz a conta, isso significa dizer que a segunda metade da década vai ter uma taxa de crescimento médio de 3,7% do consumo, contra 5,1% na primeira. Ou seja, ele não está dizendo que o consumo será estimulado, mas que haverá um pouso.

**Parte dessa política envolvia subsídios para compras de bens duráveis/semiduráveis que também têm limite, correto?**

Sim, mas nesse caso não acho que se tratam de políticas de demanda, mas de limpeza de balanço dos ofertantes. Em termos de política ampla, o governo iniciou algumas coisas importantes no ano passado. Por exemplo, começou-se a dar subsídio para a educação dos mais jovens e para cuidados de saúde com os mais velhos. Isso está na direção certa, será renovado, só que é pequeno. Ele não resolve o problema, entendeu? Não é que eles não estão fazendo nada. Eles estão, mas de maneira insuficiente.

## Em sua avaliação, quais políticas estão faltando para equilibrar a demanda interna?

Tal como mencionei em nossa entrevista anterior, acho que o ponto central continua sendo entender por que os chineses consomem menos. Eles têm desconfiança na sua renda futura. Seja porque eles estão com medo do desemprego, seja porque eles estão com medo do filho ficar desempregado. Então você tem que criar programas de maximização de renda futura.

Você pode fazer isso no presente, com transferência de renda. Você pode fazer isso no futuro, com integração e portabilidade dos regimes regionais de aposentadorias. As duas coisas estão sendo feitas? Não. Não tem muito como fugir disso, sabe? Eu acho que esse é o ponto. Só que é um debate meio interdito na China. Porque primeiro, eles não pensam no mundo pelo lado da demanda: eles pensam no mundo pelo lado da oferta e tem características institucionais que limitam o alcance de uma reforma previdenciária, como a questão do *hukou* (sistema de registro de residência) e da portabilidade. Então esse é um buraco muito mais fundo do que as pessoas imaginam. A China não tem a mesma institucionalidade brasileira, em que se propõe transferências que são aprovadas no Congresso. O problema é que, por ser mais complicado e opaco, o sistema de decisões e incentivos não foi feito da forma que seria ne-

cessária para as realidades atuais da economia. E com esse descasamento de instrumentos, ações e necessidades, os desequilíbrios vão aumentando.

## Vemos a China na fronteira tecnológica em várias frentes, o que envolve aplicações de robotização e inteligência artificial que reduzem a demanda por mão de obra. Eles pensam em como equilibrar uma questão do mercado de trabalho que hoje já pesa para a população mais jovem?

Eles entendem isso. Por exemplo, na China o debate sobre aumento de tributação sobre o capital para transferir renda para aqueles que vão ser deslocados existe. Mas da mesma forma que a cabeça de um gestor público brasileiro parece não alcançar um ajuste pelo lado da oferta, lá a dificuldade está em pensarem ajustes pelo lado da demanda. 📧



## Do Mounjaro à POF: como mudanças no consumo afetam o cálculo da inflação Economia em 15':

 <https://go.fgv.br/dT960h9zp8b>

 <https://youtu.be/pCUZiGQaX-M>



Nesta entrevista, falou-se de: **Boletim Macro FGV IBRE** de julho, sobre a política monetária americana sob a nova liderança do Fed.

<https://go.fgv.br/ho6W4Pcosnh>

## Veja também:

Entrevista de Livio Ribeiro à *Conjuntura Econômica* de novembro de 2024, com ênfase em China.

<https://go.fgv.br/kWGy1Mh7Twp>