

Sumário

Número de notícias: 14 | Número de veículos: 9

O ESTADO DE S. PAULO - E-INVESTIDOR
RECEITA FEDERAL DO BRASIL

Nova regra do BC pode encarecer envio de dinheiro ao exterior a partir de 2026..... 3

VALOR ECONÔMICO - SP - LEGISLAÇÃO E TRIBUTOS
RECEITA FEDERAL DO BRASIL

Carf está preparado para a reforma, diz presidente..... 5

O LIBERAL - BELÉM - PA - POLÍTICA
SEGURIDADE SOCIAL

Harmonia - APOSENTADOS..... 7

O GLOBO - RJ - ECONOMIA
SEGURIDADE SOCIAL

Para especialistas, meta fiscal virou uma "ficção"..... 9

O ESTADO DE S. PAULO - ECONOMIA E NEGÓCIOS
SEGURIDADE SOCIAL

"Sou cético sobre um choque de ajuste fiscal em 2027"..... 10

O GLOBO ONLINE - RJ - ECONOMIA
SEGURIDADE SOCIAL

Conta dos 'puxadinhos' aumenta: escalada de gastos do governo fora da meta fiscal supera R\$ 170 bi..... 12

VALOR ECONÔMICO - SP - LEGISLAÇÃO E TRIBUTOS
REFORMA TRIBUTÁRIA

Congresso pode aprovar projeto de lei da reforma tributária este ano..... 14

VALOR ECONÔMICO - SP - VALOR INVESTE
TRIBUTOS - CONTRIBUIÇÕES E IMPOSTOS

"Brasil está bem posicionado para o crescimento global" (Artigo)..... 16

O ESTADO DE S. PAULO - ECONOMIA E NEGÓCIOS
ECONOMIA

Consolidam-se as condições para a queda da Selic (Artigo)..... 19

O ESTADO DE S. PAULO - ECONOMIA E NEGÓCIOS
ECONOMIA

Compete ao BC ser conservador - HENRIQUE MEIRELLES..... 20

VALOR ECONÔMICO - SP - BRASIL
ECONOMIA

O papel dos três Poderes no ajuste estrutural das contas públicas - SERGIO LAMUCCI..... 21

VALOR ECONÔMICO - SP - OPINIÃO
ECONOMIA

Expectativas para a economia brasileira em 2026 (Artigo)..... 23

VALOR ECONÔMICO - SP - FINANÇAS
ECONOMIA

Fed tende a fazer novo corte de juros..... 25

VALOR ECONÔMICO - SP - FINANÇAS
ECONOMIA

Mercado vê Selic em 15% e se divide sobre corte em janeiro..... 27

Segunda-Feira, 8 de Dezembro de 2025

Nova regra do BC pode encarecer envio de dinheiro ao exterior a partir de 2026

BEATRIZ ROCHA E-INVESTIDOR

O Banco Central (BC) publicou novas regras de negociação de criptomoedas que, embora aumentem a segurança para o setor, elas também abrem brecha para a cobrança em 2026 do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em transações com stablecoins - criptoativos lastreados em outros ativos.

Especialistas no setor de criptoativos afirmam que, de acordo com a nova regulamentação do BC, esse tipo de operação pode ser enquadrada como câmbio e, desse modo, ficam sujeitas à tributação.

Hoje, as operações com stablecoins já estão sujeitas ao Imposto de Renda (IR) sobre ganho de capital, mas ainda estão isentas de IOF. Essa situação pode mudar com a Resolução BCB n.º 521.

A norma determina que, para fins de reporte de informações, algumas transações com ativos virtuais serão tratadas como operações de câmbio - entre elas, estão a compra, venda ou troca de ativos referenciados em moedas fiduciárias, como o dólar.

A nova regra entra em vigor em 2 de fevereiro de 2026. E, a partir de 4 de maio, as instituições deverão enviar ao Banco Central os dados detalhados dessas operações, uma vez que elas passarão a integrar as estatísticas oficiais de câmbio.

Vanessa Butalla, vice-presidente de Jurídico, Compliance e Riscos do Mercado Bitcoin, entende que a determinação do BC busca atender a duas finalidades principais: monitorar a entrada e a saída de bens do Brasil e prevenir tanto a lavagem de dinheiro como a ocorrência de outros possíveis crimes financeiros.

"A resolução exige uma coleta mais robusta de informações dos clientes, então mais dados serão solicitados aos investidores.

Essa deve ser a maior mudança sentida pelo público", avalia a executiva do Mercado Bitcoin.

RECEITA FEDERAL. A medida do Banco Central não gera automaticamente cobrança de IOF. O que existe atualmente é uma tributação potencial, não uma cobrança imediata.

Isso porque o imposto depende de regulamentação específica, indicando alíquota, forma de apuração e momento do recolhimento.

A **Receita Federal** deve publicar as orientações complementares aos investidores. "Após o Banco Central associar essas transações a operações de câmbio, tenho a impressão de que a Receita vai aproveitar para cobrar o imposto", afirma Marcelo Godke, sócio do Godke Advogados e especialista em Direito Empresarial e Mercado de Capitais.

De acordo com Godke, há uma grande possibilidade de que consultas sobre o assunto sejam levadas ao Fisco, o que pode abrir espaço para um posicionamento formal da Receita. Procurada pelo EInvestidor, a autarquia não comentou o assunto.

QUANTO DE IMPOSTO? Em novembro, o secretário executivo do Ministério da Fazenda, Dario Durigan, afirmou que o governo federal estuda fazer uma taxação de criptoativos.

De acordo com Durigan, a decisão do Banco Central abriu caminho para isso e este é um assunto que "vale a pena" ser trabalhado.

"O BC atualizou recentemente a parte regulatória que cabe a ele, mas sem dúvida nenhuma é um tema que vale a pena ser aprofundado. Nós vamos entregar também a parte de regulação e tributação de criptoativos, sim, isso é merecido", declarou Durigan, em coletiva de imprensa no Palácio do Planalto.

Caso a tributação avance, especialistas afirmam ser difícil prever qual será a alíquota aplicada sobre as stablecoins.

Atualmente, existe um IOF unificado de 3,5% que incide sobre a maioria das operações de câmbio, incluindo a compra de moedas em espécie. Já remessas para contas no exterior direcionadas para investimentos estão hoje sujeitas à alíquota de 1,1%.

A advogada tributarista Edna Dias avalia que o governo pode optar por uma taxa simbólica durante o período de adaptação do mercado ou então estabelecer alíquotas diferenciadas para envio de dinheiro ao exterior.

Outra alternativa, segundo a advogada, é seguir com uma taxa reduzida por entender que parte das operações tem perfil de investimento.

"Tudo depende de como a Receita e a Fazenda vão interpretar o impacto fiscal e o comportamento desse mercado. O mais provável é um IOF com alíquota calibrada conforme o objetivo da operação, como já ocorre no câmbio tradicional", afirma Dias.

Segundo o doutor em Economia pela Universidade Católica de Brasília, Reinaldo Soares de Camargo, o mercado avalia que uma possível tributação com IOF reduziria a atratividade das criptos para remessas, mas a relevância para fins de proteção, liquidez e diversificação ainda permaneceria alta.

"O interesse por stablecoins não deve desaparecer. A eficiência operacional segue, dada a liquidez instantânea", afirma Camargo. I

**

Mesmo com mais segurança, especialistas recomendam atenção

A nova regulamentação do BC tende a aumentar a segurança para grandes empresas interessadas em operar com stablecoins. Entre as mudanças, destaca-se a criação das Prestadoras de Serviços de Ativos Virtuais, que passarão a cumprir exigências das instituições do Sistema Financeiro Nacional.

Segundo Fillipe Trentin, CEO da Oxus Finance, os grandes exportadores brasileiros aguardavam a regulamentação para se sentirem confortáveis em transações com stablecoins. "A perspectiva é de que o volume de negociações aumente vertiginosamente no próximo ano." Antes de operar criptomoedas, porém, a professora de Finanças da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, Claudia Yoshinaga, recomenda atenção ao ativo no qual a stablecoin está lastreada e à relação de paridade prometida.

Também vale verificar há quanto tempo a corretora atua e quais licenças possui, entre outras checagens. "Vale pesquisar se já houve episódios de vazamento de dados, fraudes ou golpes envolvendo essas corretoras."

Site: digital.estadao.com.br/o-estado-de-s-paulo

Carf está preparado para a reforma, diz presidente

Beatrix Olivon

O **Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (Carf)** está pronto para a **reforma tributária**. É o que afirmou o presidente do órgão, Carlos Higino, em entrevista exclusiva ao Valor. A 3ª Seção do órgão, segundo ele, vai manter o julgamento dos **tributos** atuais, que serão aos poucos extintos, e ao mesmo tempo analisará os processos administrativos sobre a Contribuição sobre Bens e Serviços (CBS), que substituirá o PIS e a Cofins.

Para Higino, a reforma deverá reduzir o volume de contencioso no órgão. Caso exista divergência na interpretação sobre a CBS e o Imposto sobre Bens e Serviços (IBS), que ficará no lugar do ICMS e ISS, disse ele, uma câmara comum entre **Carf** e Comitê Gestor deverá resolver a questão.

Apesar dos quase cinco meses de greve dos auditores fiscais que atuam no **Carf**, o órgão chega no mês de novembro com o estoque de casos a serem julgados menor do que o do ano passado, tanto em relação ao número de processos como em valor das discussões. Esse montante, até novembro deste ano, estava em R\$ 899 bilhões (68 mil casos), uma queda em relação aos R\$ 990 bilhões contabilizados em dezembro de 2024, quando haviam 73 mil processos a serem julgados.

Auditor fiscal, Higino assumiu a presidência do **Carf** no início de 2023, indicado pelo ministro da Fazenda, Fernando Haddad, que nutria grandes expectativas com a arrecadação por meio dos julgamentos

do órgão. Apesar do volume bilionário de casos, o presidente não fala em valores efetivamente arrecadados - as disputas só terminam no **Carf** quando a Fazenda perde, já que os contribuintes podem recorrer ao Judiciário. A seguir os principais trechos da entrevista:

Valor:

O Carf está pronto para a fase de testes da **reforma tributária em 2026?**

Carlos Higino: A reforma do consumo vai ter um impacto muito positivo sobre o contencioso. No seu mérito, com a CBS, ela é uma redutora drástica de

contencioso, por duas questões. Primeiro, os créditos tributários só vão ser aproveitados se forem efetivamente pagos. Isso acaba ensejando uma ideia de trazer para a cadeia produtiva bons fornecedores, que paguem tributo. Segundo, é o fato de ter a possibilidade de ampla creditação. Não vai mais se discutir créditos de IPI, PIS e Cofins sobre insumos, o que faz e não faz parte do processo produtivo, que representa hoje um contencioso gigantesco. E se é serviço, se é industrialização, se é comercialização. Então, a reforma, no mérito, é modificadora. A questão que está no PLP [Projeto de Lei Complementar] que voltou para a Câmara e ainda não foi concluído é que a gente precisava ter uma solução para decisão administrativa quando houver entendimentos de IBS e de CBS eventualmente conflitantes. Na última versão que saiu do Senado, uma proposta que o governo apresentou, que achei boa, é que quando houver uma divergência, vai haver uma câmara comum entre **Carf** e comitê gestor para decidir. Valor: O que vai mudar no **Carf**? Higino: Vamos continuar julgando o PIS/Cofins mas, ano que vem, em tese, começa com a alíquota teste da CBS. Ainda teremos mais cinco anos para lançamento [cobrança] do PIS/Cofins e do IPI. Então, imagino que, por uns dez anos, a gente ainda tenha processos de PIS e Cofins aqui. Isso hoje no **Carf** é julgado na 3ª Seção e vai continuar. Vai haver ainda contencioso desses **tributos** durante um bom tempo, mas eles vão gradativamente morrendo. Com relação aos novos **tributos** aqui no **Carf**, que é basicamente a CBS, vão ser julgados na 3ª Seção, que já julga PIS e Cofins. A gente espera que sejam poucos processos de CBS. Quando e se tiver, em alguns casos, uma divergência entre CBS e IBS, está prevista uma câmara conjunta, do comitê gestor com o **Carf**, para tomar essa decisão. Não vamos criar uma nova seção, nem nova estrutura e serão os mesmos conselheiros.

Valor: Como funcionará a câmara conjunta para as divergências entre CBS e IBS?

Higino: Temos que esperar estabilizar e a lei ser aprovada. Não podemos montar nenhuma estrutura administrativa com a lei assim. Agora, já estamos preparados, não há problema com relação a isso. Eventualmente, a gente vai ter que fazer uma semana ou uma sessão para julgar isso, mas são coisas assim que, para nós, não assustam, estamos totalmente preparados para a **reforma tributária**.

Valor: Além do preparo para a reforma, quais os planos para o conselho em 2026?

Higino: Ainda temos a meta de "ter um ano e um ano". Ainda estamos longe dela. Seria um ano para cada julgamento, um na turma baixa e um na superior, um pouquinho mais que isso. A lei prevê que todo recurso impetrado deveria ser julgado em um ano. Você tem o recurso voluntário e você tem o recurso especial na Câmara Superior. Mas, normalmente, você tem outros recursos como embargos de declaração. Teríamos mais de um ano para julgar, mas como esses são recursos menores, trabalhamos com a meta de conseguir chegar a um ano na turma ordinária e um ano na Câmara Superior. Valor: Estão perto disso?

Higino: Na Câmara Superior já estamos abaixo de um ano. Os processos lá estão muito rápidos. Nosso problema hoje, o foco, são as turmas baixas e a gente ainda tem muitos processos. Nossa ideia é chegar em um ano nas turmas ordinárias e extraordinárias. Esse é o grande desafio. E a Receita também está trabalhando para chegar nesse ponto de julgar em um ano lá na DRJ [Delegacia da **Receita Federal** de Julgamento].

Valor: Esse "um ano e um ano" seria uma meta para o fim de 2026?

Higino: Para o fim do ano que vem não. Não dá. Já chegamos na Câmara Superior, mas chegar em um ano na turma ordinária [turma baixa], não. Hoje são 1.100 dias.

Valor: Quais as metas para 2026 de número de julgamentos e de valor dos processos a serem julgados?

Higino: A meta é chegar no final de 2025 com R\$ 840 bilhões [estoque de processos]. Para o ano que vem, a gente gostaria de atingir R\$ 760 bilhões. E acredito que a gente chegue com 60 mil processos que seriam uma redução, em quatro anos, de um terço do estoque. E mais que isso em termos de valor.

Valor: Como foi o ano de 2025 para o **Carf**?

Higino: Meio ruim, meio bom, copo meio cheio, meio vazio. A greve atrapalhou. Tivemos quase cinco meses sem julgamento. Isso atrapalhou muito. Apesar disso, tivemos um desempenho bom. Só não foi excelente por causa desse período de greve, as questões acabam sendo suspensas e atrapalhou. Mas estamos em um patamar de redução muito forte do contencioso. Não tivemos aumento, mesmo com isso.

Valor: Mas o estoque, o número de processos, caiu

para quanto? Porque o valor que consta nos dados públicos indica um aumento.

Higino: Falta o dado de novembro. No mês passado, o estoque estava em R\$ 899 bilhões e 68 mil processos. No ano passado terminamos em R\$ 990 bilhões e 73 mil processos. Estamos em uma tendência de queda contínua. Sem a greve, estariamos bem melhor, mas mesmo com a greve vamos conseguir reduzir. Desde o começo da minha gestão, a gente tinha 92 mil processos. Já estamos com 68 mil. É uma queda acentuada, nem tanto de valor, mas de quantidade de processos. Muitos dos processos foram julgados, no ano passado, em turma ordinária e eles voltam. Mas a maior parte deve sair até meados do ano de 2026.

Valor:

Quanto dos valores discutidos nesses julgados entram nos cofres públicos?

Higino: Isso é com a Receita e a PGFN [Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional]. Eu não posso falar porque não tenho dados, mas o que tenho visto em alguns processos é que o contribuinte, ao invés de fazer aquela transação que se imaginou na

o

Lei n 14.689/2023 [que afasta multa e juros quando há voto de qualidade], tem ido transacionar na PGFN, na dívida ativa, e em alguns casos com a Receita.

Site: <https://valor.globo.com/impresso>

Harmonia - APOSENTADOS

EMÍDIO REBELO FILHO

Os Poderes da República: Executivo, Legislativo e Judiciário demonstram claramente que não estão encontrando a harmonia preconizada na Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. O que consagra o artigo 2º, pelo que se observa no noticiário político de toda a mídia, a convergência para se chegar ao consenso está difícil de ser alcançada. Nossa situação de conflitos entre os três poderes, quem sai perdendo é a sociedade brasileira, prejudicada por falta de ações favoráveis que possam beneficiá-la, cumprindo-se os dispositivos constitucionais muito bem explícitos na Carta Magna. Ações prioritárias no interesse da população, com propósitos firmes e fundamentados, deveriam ser e são a esperança do cidadão.

EXPECTATIVA

Aposentados, pensionistas, pessoas idosas e todos os cidadãos e cidadãs, estão na expectativa e esperança de que a harmonia nos Três Poderes aconteça nos resultados positivos para a ordem, o progresso e o desenvolvimento do País sejam uma realidade, construindo-se uma sociedade livre, justa e solidária, garantindo-se o desenvolvimento nacional, erradicando-se a pobreza, a marginalização e reduzindo-se as desigualdades sociais e regionais, promovendo-se o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação, observando-se e cumprindo-se integralmente os dispositivos constitucionais que relatamos neste comentário.

PROVENTOS

Os proventos das aposentadorias e pensões dos segurados do Instituto Nacional do Seguro Social (**INSS**) estão defasados há 34 anos. Fato que não deixaremos de relatar por considerarmos uma afronta às cidadãs e cidadãos brasileiros que cumpriram e cumprem até hoje suas obrigações e deveres para com o Estado.

O massacre que se faz com a redução de proventos é uma perversidade, sabendo-se que recursos financeiros não faltam e que os prejudicados contribuíram financeiramente para receber um benefício digno e que pudesse manter uma qualidade de vida saudável e sustentável.

O que vem ocorrendo é inconcebível, principalmente

quando tomam conhecimento que suas contribuições financeiras serviram e servem para atender e socorrer outras despesas de programas de governo.

CORRIGIR

Corrigir o malfeito tem que ser prioridade. Não havendo essa correção, em futuro bem próximo, todos os segurados do **INSS** estarão recebendo de proventos apenas o correspondente a um salário mínimo. Esta previsão está baseada em casos verídicos de aposentados, que na ocasião da aposentadoria receberam dez salários mínimos e hoje recebem menos de quatro salários mínimos de proventos previdenciários pagos pelo **INSS**.

Por esse motivo, a aprovação pelos deputados federais do Projeto de Lei nº 4434/2008 é imprescindível e imperativa, assim como a homologação do Poder Executivo.

Convém repetir sempre que o Projeto de Lei atualiza e regulariza os proventos das aposentadorias e pensões.

PUNIÇÃO

A punição que se faz aos segurados do **INSS** é injustificável. São mais de 3 (três) décadas que aposentados e pensionistas vêm sofrendo a redução dos proventos.

É preciso e urgente que se regularize essa situação afflitiva e desconfortável por que passam milhões de cidadãs e cidadãos brasileiros, impossibilitados de manter uma qualidade de vida digna após contribuir financeiramente para serem contemplados na aposentadoria. Há de se revogar a decisão prejudicial ocorrida em setembro de 1991, aprovando-se o Projeto de Lei nº 4434/2008 pelos deputados federais, repetindo-se a decisão dos senadores e da Comissão da **Seguridade Social** e Família da Câmara Federal, aprovada por unanimidade, em 2008 e 2009, respectivamente.

ENVELHECIMENTO

"O envelhecimento é um direito personalíssimo e a sua proteção, um direito social, nos termos desta Lei e da legislação vigente. É obrigação do Estado e da sociedade, assegurar à pessoa idosa a liberdade, o respeito e a dignidade como pessoa humana e sujeito de direitos civis, políticos, individuais e sociais,

garantidos na Constituição e nas leis" (artigos 8º e 10º da Lei nº10.741/2003).

INJUSTIÇA "A injustiça num lugar qualquer é uma ameaça à Justiça em todo o lugar" (Martin Luther King).

Site: <https://oliberaldigital.grupoliberal.com/home>

Para especialistas, meta fiscal virou uma "ficção"

THAÍS BARCELLOS thais.barcellos@bsb.oglobo.com.br
BRASÍLIA

A escalada de exceções no cálculo das contas públicas vai de despesas emergenciais como as necessárias para lidar com a calamidade pública das enchentes no Rio Grande do Sul, passando por resarcimento acelerado de descontos indevidos feitos nos pagamentos de aposentadorias e pensões do INSS, crise de estatais e investimentos das Forças Armadas, até acomodações no limite dos gastos do Judiciário e dívidas judiciais das quais a União não pode mais recorrer, os chamados precatórios, que haviam sido represados no governo de Jair Bolsonaro.

Para especialistas em contas públicas, o acúmulo dessas iniciativas corroem a credibilidade da meta e seu papel de sinalizar a trajetória das contas públicas. Sem essa transparência, analistas têm preferido acompanhar dados da dívida pública para avaliar a relação do Orçamento com outros indicadores macroeconômicos.

No caso das estatais, para acomodar a crise financeira dos Correios -que espera até R\$ 6 bilhões em aportes emergenciais neste ano e busca crédito de R\$ 20 bilhões junto a bancos com aval do Tesouro Nacional, a LDO permitiu que sejam excepcionalizados até R\$ 10 bilhões em gastos das empresas públicas não dependentes que "possuam plano de reequilíbrio econômico-financeiro aprovado e vigente". A nova dedução se soma à retirada de até R\$ 5 bilhões de investimentos de estatais no PAC da meta fiscal.

-Na época da aprovação do projeto que excepcionalizou R\$ 5 bilhões de gastos com Defesa (no fim de outubro), dissemos que poderia abrir um precedente perigoso. De fato, está se confirmado. Todas as áreas começaram a se movimentar para proteger seus gastos de possíveis contenções ao longo da execução do Orçamento -diz Alexandre Seijas, diretor da Instituição Fiscal Independente (IFI).

Sobre a dedução de R\$ 10 bilhões na meta de estatais, Seijas avalia que o governo tentou reduzir os danos à imagem da política fiscal, limitando o problema aos Correios. Para o diretor da IFI, a mudança da meta, como chegou a ser estudado, passaria uma mensagem mais negativa. Ele lembra que a LDO proibiu em 2026 a compensação do

Orçamento do governo central, como neste ano. Com a crise dos Correios, a projeção em novembro era de que a meta de empresas não dependentes estouraria em cerca de R\$ 3 bilhões, valor compensado com uma espécie de contingenciamento.

Tiago Sbardelotto, da XP Investimentos, avalia que o indicador de resultado primário está "completamente deturpado por essas exclusões":

-O que importa não é a meta que está na LDO, mas sim o resultado primário total do setor público. Sabemos que o resultado do governo central é bem pior que aquele apresentado na meta e que o resultado das estatais provavelmente vai continuar se deteriorando no ano que vem por conta da situação dos Correios. Tudo isso, obviamente, aponta para uma dívida pública mais elevada.

João Leme, analista de contas públicas da Tendências Consultoria, diz que a situação dos Correios é um exemplo da fragilidade fiscal do país. Ele observa que o peso da crise das estatais, mesmo com déficit recorde, é pequeno diante do gasto total do governo central, em que só a Previdência custa mais de R\$ 1 trilhão ao ano, mas, considerando que o governo está "raspando o fim do barril" para chegar ao piso da meta, isso acaba virando um problema maior. Para ele, as regras do arcabouço fiscal viraram "peça de ficção" quando consideradas as exclusões:

- Em vez de absorver tudo isso dentro da sua margem de manobra, de 0,25% do PIB, o governo fica entrando nessa contabilidade criativa. Gera um custo reputacional para a regra, que deixa de ser crível.

Site: <https://infoglobo.pressreader.com/o-globo>

"Sou cético sobre um choque de ajuste fiscal em 2027"

ALVARO GRIBEL BRASÍLIA

Rogério Ceron - Secretário do Tesouro Nacional desde 2023, Ceron é doutor em Administração Pública pela Fundação Getulio Vargas

O secretário do Tesouro Nacional, Rogério Ceron, é cético em apostar em um choque de ajuste fiscal para reequilibrar as contas públicas depois das eleições de 2026. Ele avalia que a "vida real" das negociações com o Congresso - e do diálogo com a sociedade - é mais complexa do que querem crer economistas e investidores da Faria Lima.

Ceron defende que o melhor caminho é o ajuste gradual - o que, na visão dele, já vem sendo implementado pelo governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva. "Tem gente que defende um megachoque, um grande ajuste imediato, mas sou cético em acreditar que o País suportaria ou validaria isso, que o Congresso Nacional que representa a sociedade validaria isso", afirmou.

A seguir, os principais trechos da entrevista.

Existe quase consenso de que 2027 será um ano de ajuste fiscal, devido ao crescimento das despesas obrigatórias.

O Brasil tem esse encontro marcado?

Temos uma dinâmica nas despesas obrigatórias que merece cuidado e precisa ser enfrentada.

E quando a gente fala de despesa obrigatória, naturalmente a gente está olhando para a **Previdência Social**. Mas eu não vejo, diferentemente do que muitos acreditam, um encontro marcado ou a necessidade de um grande ajuste.

Acho que isso pode ser feito de forma cirúrgica e que dê conta desse problema. O governo colocou um teto de 2,5% no reajuste do salário mínimo, que é indexado à Previdência, mas isso não resolveu o problema, porque há mais pessoas se aposentando.

Quando você enfrenta uma situação como essa, só tem dois caminhos possíveis: ou se ajusta a quantidade ou se ajusta o preço.

O sr. defende uma nova reforma da Previdência?

Eu não estou defendendo que tenha uma reforma da Previdência em 2027, mas reformas da Previdência são necessárias e precisam ser naturalizadas, elas não podem ser tabu. Elas são necessárias em qualquer país do mundo, por conta da mudança na expectativa de vida.

Desde 2023, o senhor aponta para a necessidade de conter os gastos obrigatórios.

Por que esse assunto não evoluiu no governo?

O País passou por um momento muito delicado (na transição de governo), tanto do ponto social quanto institucional. A visão que prevaleceu foi que era importante ter uma política de valorização que fosse um pouco mais agressiva naquele momento, para recompor a deterioração dos indicadores sociais.

Com a PEC da Transição?

Com a PEC da Transição e depois com a política de valorização do salário mínimo. A meu ver, o debate de 2026, nesse sentido, é um debate muito diferente do de 2022.

Em que sentido?

Em 2022, as taxas de desemprego e de **inflação** eram elevadíssimas, a condição social era complicada.

O cenário para 2026 não vai ser esse, temos uma economia em pleno emprego ou muito próxima disso, **inflação** controlada e ganhos sociais. O ajuste fiscal vai acontecer em outro contexto, com uma carência social muito menor.

O sr. tem uma visão mais gradualista, diferentemente dos economistas que defendem um tratamento de choque para o fiscal?

Acho que o gradualismo o País aguenta. Se você olhar para trás, todo semestre nós fizemos medidas do ponto de vista fiscal, seja de incremento de receita, seja de ajuste de despesa. O ministro Fernando Haddad comenta que o nosso trabalho é uma chave de fenda, não precisa ser uma motosserra.

De parafuso em parafuso, você vai dando uma "apertadinha" e o País está indo para o caminho certo.

Site: digital.estadao.com.br/o-estado-de-s-paulo

Quais ajustes seriam os principais?

O debate de sempre, qual a regra de reajuste do salário mínimo, se vai desindexar ou não da Previdência, os pisos da saúde e educação. Esse é o grosso da discussão relevante que acontece.

Mas a forma de fazer é que muda muito. Há economistas que defendem reajuste zero para o salário mínimo. Acho que dá para encontrar um meio-termo.

Eles têm um bom argumento que é o gasto elevado com juros. Quanto mais gradual o ajuste, maiores os juros. Essa estratégia não aumenta o problema?

A gente vai resolver o fiscal e deteriorar o econômico? Voltar a colocar todas as pessoas na extrema pobreza, voltar a ter desemprego de 10%?

O indicador de superávit primário perdeu credibilidade, por conta das exclusões de despesas da meta.

Qual a avaliação do sr.?

O resultado fiscal em si continua preservado, as estatísticas fiscais são corretíssimas, tanto a do Tesouro quanto a do Banco Central. Elas captam o que está acontecendo para fins de cumprimento da meta.

Está crescendo a preocupação com as estatais, principalmente os Correios.

Os Correios estão em um setor complexo, e com desequilíbrio de receitas e despesas. A gente está começando a ter acesso aos dados, a gente nem viu o fluxo de caixa projetado, informação fundamental para qualquer projeto.

Acho que a nova administração tem uma visão de futuro, de reequilibrar a empresa, deixando de lado o que não é estratégico.

Mas me preocupa, porque o plano, mesmo que seja consistente, vai precisar de um acompanhamento próximo, não só do Tesouro, mas da sociedade, porque os Correios são um patrimônio do País.

O sr. não teme uma piora das expectativas em 2027, com um ajuste gradual?

Não acredito nesse cenário, a não ser que um governo eleito que fale que a responsabilidade fiscal não é mais uma agenda ou alguma coisa mais extrema. I

Conta dos 'puxadinhos' aumenta: escalada de gastos do governo fora da meta fiscal supera R\$ 170 bi

As exceções aos limites de gastos públicos durante os três anos de vigência do atual arcabouço fiscal, aprovado em 2023, no primeiro ano do atual mandato do presidente Lula, devem superar R\$ 170 bilhões até o fim de 2026, quando o petista deve buscar a reeleição.

Em apenas um mês, essa cifra ganhou cerca de R\$ 15 bilhões com iniciativas do governo e do Congresso que beneficiam estatais em crise, como os Correios, e as Forças Armadas, corroendo a credibilidade da política fiscal, que tem repercussões, por exemplo, nos indicadores de dívida pública, **inflação** e juros.

Ainda devem ser deduzidos do cálculo da meta fiscal cerca de R\$ 2 bilhões com despesas de saúde e educação custeadas pelo Fundo Social, caso o projeto aprovado pelo Senado Federal na semana passada conquiste também o aval da Câmara dos Deputados.

Na prática, o governo gasta cada vez mais sem considerar as cifras nos cálculos que apuram o cumprimento da meta anual estabelecida para o governo na relação entre receitas e despesas, cujo objetivo é funcionar como um mecanismo de ajuste das contas públicas no longo prazo para a contenção da dívida do país.

O superávit ou déficit primário mede o total de despesas feitas pelo governo sem considerar o pagamento de juros da dívida pública. Sem as exceções, esse resultado anual funcionaria como um termômetro do esforço feito pelo governo para abater o montante principal do endividamento, mas isso é o que cada vez menos expressam os números oficiais.

No ano que vem, o governo Lula tem como objetivo alcançar o seu primeiro superávit, de 0,25% do **PIB**, equivalente a cerca de R\$ 34 bilhões, já descontando gastos enquadrados como exceções, com uma margem de tolerância entre zero, igualando receitas e despesas, e uma economia de 0,5% do **PIB**.

Além dos gastos tirados desta conta, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), aprovada na semana passada com as bases para a elaboração do Orçamento de 2026, autoriza o governo a perseguir o

limite inferior do intervalo de tolerância da meta fiscal, e não o centro, reduzindo a necessidade de bloqueio de despesas ao longo do ano eleitoral.

Resultado irreal

Só com as deduções já aprovadas, o governo poderia cumprir o objetivo com um déficit de R\$ 38 bilhões, calcula da Instituição Fiscal Independente (IFI), ligada ao Senado. Se o projeto que retira da meta fiscal os gastos com saúde e educação custeados pelo Fundo Social tiver aval dos deputados no retorno à Câmara, a IFI calcula um impacto adicional de R\$ 1,963 bilhão em 2026, ou seja, a meta seria cumprida mesmo com um rombo de R\$ 40 bilhões nas contas.

Nos cálculos da IFI, só em 2026 quase R\$ 90 bilhões em despesas devem ser retirados das metas do governo central, que contemplam as contas de Tesouro Nacional, **Previdência Social** e Banco Central. Esse número é 80% maior que o volume total de deduções neste ano: R\$ 48,7 bilhões.

Para dar uma dimensão, as exceções de 2024 a 2026 seriam mais que o suficiente para pagar todos os benefícios do Bolsa Família ao longo de um ano. O valor previsto no Orçamento deste ano para o programa é de R\$ 158,6 bilhões.

As despesas retiradas do limite de gastos diminuem a transparéncia da gestão fiscal e são consideradas por especialistas uma forma de driblar as regras para continuar aumentando o gasto. Mesmo que essas despesas não sejam consideradas para verificar o cumprimento do alvo de resultado primário pelo governo, o dinheiro efetivamente sai dos cofres da União, aumentando a dívida pública, com impactos macroeconômicos.

O país precisa, por exemplo, conviver com taxas de juros mais altas para conter o impacto inflacionário do gasto público.

Outra ameaça no caminho são as despesas com segurança pública. O ministro da Justiça, Ricardo Lewandowski, já admitiu que Lula avalia retirar parte do Orçamento destinado ao tema da regra fiscal.

- Para 2026, são quase R\$ 90 bilhões em deduções. É muito gasto para se excetuar da meta. Vai corroendo a credibilidade das regras. Se tem um monte de despesa excetuada, a meta não diz muita coisa sobre a saúde das contas públicas - diz Alexandre Seijas, diretor da IFI.

Meta virou ficção , dizem especialistas

A escalada de exceções no cálculo das contas públicas vai de despesas emergenciais como as necessárias para lidar com a calamidade pública das enchentes no Rio Grande do Sul, passando por resarcimento acelerado de descontos indevidos feitos nos pagamentos de aposentadorias e pensões do INSS, crise de estatais e investimentos das Forças Armadas, até acomodações no limite dos gastos do Judiciário e dívidas judiciais das quais a União não pode mais recorrer, os chamados precatórios, que haviam sido represados no governo de Jair Bolsonaro

Para especialistas em contas públicas, o acúmulo dessas iniciativas corroem a credibilidade da meta e seu papel de sinalizar a trajetória das contas públicas. Sem essa transparência, analistas têm preferido acompanhar dados da dívida pública para avaliar a relação do Orçamento com outros indicadores macroeconômicos.

No caso das estatais, para acomodar a crise financeira dos Correios - que espera até R\$ 6 bilhões em aportes emergenciais neste ano e busca crédito de R\$ 20 bilhões junto a bancos com aval do Tesouro Nacional, a LDO permitiu que sejam excepcionalizados até R\$ 10 bilhões em gastos das empresas públicas não dependentes que "possuam plano de reequilíbrio econômico-financeiro aprovado e vigente". A nova dedução se soma à retirada de até R\$ 5 bilhões de investimentos de estatais no PAC da meta fiscal.

- Na época da aprovação do projeto que excepcionalizou R\$ 5 bilhões de gastos com Defesa (no fim de outubro), dissemos que poderia abrir um precedente perigoso. De fato, está se confirmado. Todas as áreas começam a se movimentar para proteger seus gastos de possíveis contenções ao longo da execução do Orçamento - diz Alexandre Seijas, diretor da Instituição Fiscal Independente (IFI).

Sobre a dedução de R\$ 10 bilhões na meta de estatais, Seijas avalia que o governo tentou reduzir os danos à imagem da política fiscal, limitando o problema aos Correios. Para o diretor da IFI, a mudança da meta, como chegou a ser estudado, passaria uma mensagem mais negativa. Ele lembra que a LDO proibiu em 2026 a compensação do

Orçamento do governo central, como neste ano.

Com a crise dos Correios, a projeção em novembro era de que a meta de empresas não dependentes estouraria em cerca de R\$ 3 bilhões, valor compensado com uma espécie de contingenciamento.

Resultado deturpado

Tiago Sbardelotto, da XP Investimentos, avalia que o indicador de resultado primário está "completamente deturpado por essas exclusões":

- O que importa não é a meta que está na LDO, mas sim o resultado primário total do setor público. Sabemos que o resultado do governo central é bem pior que aquele apresentado na meta e que o resultado das estatais provavelmente vai continuar se deteriorando no ano que vem por conta da situação dos Correios. Tudo isso, obviamente, aponta para uma dívida pública mais elevada.

João Leme, analista de contas públicas da Tendências Consultoria, diz que a situação dos Correios é um exemplo da fragilidade fiscal do país. Ele observa que o peso da crise das estatais, mesmo com déficit recorde, é pequeno diante do gasto total do governo central, em que só a Previdência custa mais de R\$ 1 trilhão ao ano, mas, considerando que o governo está "raspando o fim do barril" para chegar ao piso da meta, isso acaba virando um problema maior.

Para ele, as regras do arcabouço fiscal viraram "peça de ficção" quando consideradas as exclusões:

- Em vez de absorver tudo isso dentro da sua margem de manobra, de 0,25% do PIB, o governo fica entrando nessa contabilidade criativa. Gera um custo reputacional para a regra, que deixa de ser crível.

Site:

<https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2025/12/08/conta-dos-puxadinhos-aumenta-escalada-de-gastos-do-governo-fora-da-meta-fiscal-supera-r-170-bi.ghtml>

Congresso pode aprovar projeto de lei da reforma tributária este ano

Lu Aiko Otta e Jéssica Sant'Ana

Na reta final dos trabalhos do Congresso Nacional neste ano, a Câmara dos Deputados pode destravar nesta semana a votação do Projeto de Lei Complementar (PLP) nº 108, o último que falta para concluir a regulamentação da **reforma tributária** sobre o consumo. A demora na aprovação da matéria tem preocupado o Ministério da Fazenda. Os Estados, por sua vez, veem risco de entrarem atrasados na fase de testes do novo sistema, se a lei não for votada.

O PLP 108 já foi aprovado pela Câmara dos Deputados em novembro de 2024 e pelo Senado em outubro passado. Porém, como o texto foi alterado pelos senadores, a matéria voltou para os deputados decidirem se concordam com as mudanças.

Relator da matéria, o deputado Mauro Benevides Filho (PDT-CE) disse ao Valor que o PLP 108 deve ser votado, "na pior das hipóteses", na última semana antes do início do recesso parlamentar. Ele considera que o ambiente político é favorável à aprovação, "até porque todo mundo sabe que em janeiro de 2026 entra a primeira parte da reforma."

O Valor apurou que o Ministério da Fazenda também trabalha para o projeto ser aprovado ainda neste ano. O ideal seria nesta semana, para dar tempo de sancionar a lei e publicar os regulamentos da Contribuição e do Imposto sobre Bens e Serviços (CBS e IBS, respectivamente) neste ano. Caso a votação fique para a semana do dia 15 de dezembro, provavelmente a sanção e a publicação do regulamento acontecerão só nas primeiras semanas de janeiro.

Ainda assim, não haveria um grande prejuízo no atraso de algumas semanas, na visão da equipe econômica, desde que fique claro quais são as obrigações acessórias que os contribuintes não precisarão cumprir a partir de 1º de janeiro, na fase de testes do novo sistema.

A partir do dia 1º de janeiro, as empresas já começarão a emitir notas fiscais no novo sistema, para uma fase de adaptação. Será aplicada uma alíquota simbólica, mas na prática as empresas não pagarão nada dos novos **tributos** em 2026.

Benevides disse que seu relatório está praticamente pronto e negociado com a área econômica. Apenas um ponto, que ele não revela, poderá necessitar de uma nova conversa com o ministro da Fazenda, Fernando Haddad. Ele pretende manter algumas alterações feitas no Senado e, em outros pontos, retornar à redação da Câmara. O relatório será discutido com o presidente da Câmara, Hugo Motta (Republicanos-PB), nesta terça-feira e poderá já ser pautado para votação nesta semana.

Um ponto crucial do PLP 108 é a criação do Comitê Gestor do IBS (CGIBS), instância que reúne Estados e municípios para administrar o novo tributo. Atualmente, esse comitê opera de forma provisória. Porém, essa solução só vale até o dia 31 de dezembro. Assim, caso o PLP 108 não seja aprovado, o risco é a reforma entrar na fase de testes sem a participação dos Estados e municípios.

Preocupados, os secretários estaduais de Fazenda emitiram, no fim de novembro, uma nota alertando para o que consideram ser uma ameaça à implementação da **reforma tributária**.

"A possibilidade de a CBS avançar antes da constituição do Comitê Gestor do IBS (CGIBS) preocupa de forma especial os entes subnacionais", afirma em nota o Comitê de Secretários de Fazenda dos Estados (Comsefaz). "Um descompasso dessa natureza comprometeria a simetria institucional exigida pelo novo sistema e criaria um arranjo estruturalmente desequilibrado, com riscos concretos de concentração de poder regulatório na União, fragilização da autonomia estadual e municipal, quebra da paridade decisória entre os entes, descontinuidade da governança cooperativa construída ao longo da reforma e sensível aumento da insegurança jurídica para administrações tributárias e contribuintes."

"Estamos na torcida para que dê certo em 2025 ainda", diz o diretor institucional do Comsefaz, André Horta.

Em relação ao regulamento, a preocupação do Ministério da Fazenda é que o PLP 108 precisará estar aprovado para que sejam conhecidas as regras do jogo que valerão no novo sistema tributário. Uma fonte lembra que o projeto trata de questões importantes como penalidades, contencioso administrativo e

mecânica de devolução e cancelamento de operações, inclusive reabrindo alguns pontos já definidos pela Lei Complementar 214/25, a primeira que regulamentou a **reforma tributária** do consumo.

Site: <https://valor.globo.com/impresso>

Por exemplo, o PLP 108 dá um prazo de 60 dias para os contribuintes se regularizarem, sem aplicação de penalidades, em caso de não cumprimento das obrigações durante a fase de testes. Isso quer dizer, na prática, que nesse período os fiscais poderão orientar os contribuintes, em vez de multá-los de imediato. É um dispositivo com o qual a Fazenda concorda, porque dá segurança jurídica ao contribuinte. Contudo, falta a lei ser aprovada para ele constar no regulamento.

Se o ano terminar sem aprovação

do PLP 108, a fase de testes não ficará inviabilizada, avalia o presidente do Comitê Tributário Brasileiro (CTB), Adriano Subirá. Porém, a falta da lei atrasaria a publicação dos regulamentos do IBS e da CBS. "Não sei se a União vai querer um eventual desgaste de publicar o regulamento do CBS, sem o Comitê Gestor definitivo publicar em ato conjunto o regulamento do IBS", comentou.

O Valor apurou que o governo federal trabalha com o calendário de publicar o regulamento da CBS tão logo haja a sanção do PLP 108. As normas comuns do tributo federal com o IBS, o imposto dos Estados e municípios, já estão sob debate, conforme prevê a emenda constitucional que reformou o sistema tributário. A publicação do regimento do IBS, contudo, ficará a cargo do Comitê Gestor.

"Essa demora cria problemas operacionais e eleva o nível de insegurança

e de preocupação dos agentes econômicos ante os aspectos que permanecem sem previsão legal", diz a advogada Maria Andréia dos Santos, sócia do Sanmahe Advogados. "E isso porque o PLP 108 não trata apenas do Comitê Gestor e do IBS, mas também de diversos outros aspectos, até mesmo com a edição de normas que alteram outros pontos da regulamentação da reforma."

Ela cita, como exemplos, o uso dos créditos acumulados de ICMS com a extinção do tributo em 2033, a operacionalização do fundo de compensação de benefícios de ICMS, aprimoramentos nas regras do split payment (o sistema de liquidação de **tributos** proposto na reforma), regras de devolução e estorno de créditos, entre outros. Outro ponto do PLP 108 são novas regras para a cobrança do Imposto de Transmissão Causa Mortis e Doação (ITCMD).

"Brasil está bem posicionado para o crescimento global" (Artigo)

Talita Moreira e Mariana Andrade* (*Participante do Curso Valor de Jornalismo Econômico, sob supervisão de Talita Moreira)

O Brasil tem uma série de pontos fortes que podem ajudá-lo a se sair bem no próximo ciclo de crescimento econômico global, diz Bernard Mensah presidente da área internacional do Bank of America (BofA). Com a visão de quem está à frente de toda a operação do banco americano fora dos Estados Unidos - um conjunto de 37 países com receita de US\$ 12,4 bilhões nos nove primeiros meses deste ano -, o britânico de ascendência ganesa vê boas perspectivas para o mercado brasileiro em uma série de setores e diz que o investimento estrangeiro para ações deve aumentar à medida que os juros caírem. "O Brasil está em um lugar muito bom para obter um pouco mais desses fluxos. Cabe às empresas e ao governo criar as condições. O Brasil tem fundamentos bons, a inflação está indo bem", diz o executivo, em entrevista ao Valor.

Bernie Mensah, como é conhecido, vem com alguma frequência ao país para se encontrar com clientes, com a equipe do banco e com autoridades. Leia os principais trechos da entrevista:

Valor:

Como avalia a operação do BofA no Brasil? Há áreas em que gostaria de crescer mais?

Bernard Mensah: Estamos muito felizes com o que a equipe daqui construiu. É uma franquia completa, que atende as maiores empresas e as companhias de alto crescimento, bancos, gestores de ativos e fundos. Também ajudamos a trazer o resto da América Latina e o resto do mundo para o Brasil. Temos expandido muito esse negócio. Nos últimos cinco anos, nosso número de funcionários [no país] aumentou de 30% a 35%. Uma das coisas boas do Bank of America é que a estratégia é muito clara. Queremos fazer melhor, atender mais clientes. Somos número um em banco de investimento no mercado brasileiro, o que é incrível para um estrangeiro. Estamos felizes, mas podemos fazer mais. Quando penso nos negócios aqui, uma das coisas de que mais me orgulho é nosso capital intelectual.

Valor: Temos visto entrada de capital no Brasil, mas

até agora tem se concentrado em renda fixa. O que falta para o estrangeiro vir com mais peso à bolsa?

Mensah: O Brasil está muito bem posicionado para o crescimento global. Tem muitos dos pontos fortes para explorar a próxima fase do ciclo de crescimento. O ciclo das commodities está em bom lugar. O Brasil investiu muito em suas pessoas nos últimos anos. Ainda é uma economia relativamente fechada, mas está se abrindo lentamente. O tamanho da economia em si é grande e interessante para consumo. Temos visto esses fluxos entrarem e acredito que devem crescer. E, quando começarem a crescer, vão passar para outras classes de ativos. Sobre as especificidades daqui, há muitas formas pelas quais a infraestrutura do mercado local pode ser usada para atrair mais liquidez. Além disso, quando taxas de juros começam a cair mais dinheiro vem para ações. As taxas devem começar a cair nos próximos quatro a oito meses, e haverá mais alocações.

Valor: Depende mais os juros que da questão fiscal?

Mensah: Um pouco dos dois. Uma etapa é o ciclo da taxa de juros. Outra é provavelmente a estrutura de mercado, acesso à liquidez, impostos etc. No Brasil, como uma economia [com rating] "BB", há oportunidades reais se você é investidor de ações, dependendo de como acha que a economia está indo. Ter a relação dívida/PIB que tem não significa, necessariamente, que as ações e os mercados não interessem. Se as pessoas acham que é insustentável, então o mercado de ações é um jogo de prazo mais longo. Mas se acharem que está indo na direção certa, os investidores deveriam se interessar.

Valor:

O senhor acha que a rotação de carteiras dos EUA para outros mercados acabou?

Mensah: Acho que não. Ao longo dos anos, vi alocações nos mercados globais se moverem. Às vezes, se movem em uma direção e às vezes, em outra. Pode haver um período em que há menos indo para o Brasil. Mesmo que isso aconteça, não será um problema permanente. A menos, claro, que as condições macroeconômicas não sejam tão boas à frente. O Brasil está em um lugar muito bom para obter um pouco mais desses fluxos. Cabe às empresas e ao

governo criarem as condições. O Brasil tem fundamentos bons, a **inflação** está indo bem.

Valor: Como o rearranjo geopolítico promovido por Trump afeta os negócios internacionais do BofA?

Mensah: A coisa boa é que nossa estratégia não mudou. É a mesma que estamos perseguiendo há muitas décadas. Ao longo da história do banco, as condições financeiras globais mudaram muito. Estamos em 37 países. Às vezes, há empresas aqui que querem crescer na Europa ou na Ásia. Tem empresas da Europa, do Japão ou dos EUA que querem vir para o Brasil. Estamos preparados para ajudar a gerenciar esses fluxos globais. Poucos bancos têm essa capacidade. Quando essas mudanças acontecem, há mais demanda por nossos serviços, porque se alguém faz muitos negócios com o Canadá e agora está fazendo mais com o México ou com o Brasil, temos operações para ajudá-los. Há ainda mais demanda neste momento.

Valor: Em quais países a operação do BofA mais cresce?

Mensah: Nosso negócio internacional tem crescido muito. Em todas as principais regiões, estamos indo muito bem. Este é um dos nossos melhores anos na América Latina, na Ásia e no Brasil. Em toda a Ásia, no Sudeste Asiático, estamos vendo muitas oportunidades e crescimento. A Índia tem sido uma das economias de grande porte que mais crescem. A economia saudita está se abrindo de forma diferente do modelo que tinha há 10 anos. Mas uma das maiores oportunidades é que nossos clientes no Brasil são ambiciosos e querem fazer mais e, após um período de relativa tranquilidade, estamos vendo um aumento de clientes não brasileiros perguntando sobre o Brasil.

Valor: No Brasil, quais setores estão mais atrativos?

Mensah: O Brasil pode se beneficiar de algumas dessas novas indústrias que exigem muita energia barata e, idealmente, renovável. O tamanho da economia de consumo é importante. Infraestrutura continua sendo interessante. E o Brasil tem um pool de poupança doméstica grande que, na verdade, pode impulsionar muito esse investimento. Isso fora a economia tradicional, commodities etc. Em serviços financeiros tem havido muita inovação. Há inovação surgindo na área de gestão de ativos. Estamos muito empenhados em impulsionar a inovação nos mercados de capitais brasileiros para que essas indústrias possam crescer rapidamente.

Valor: Teremos eleições presidenciais em 2026 e já vemos alguma volatilidade nos mercados...

Mensah: Não tem estado no meu radar de forma significativa. Lembra que em 2024 todos diziam "é o ano das eleições". Todos os investidores globais ficaram tipo "oh meu Deus, como vamos fazer?". Temos uma noção do que esperar e os fundamentos do Brasil são o que são. Passamos por ciclos eleitorais muito diferentes no Brasil e continuamos muito comprometidos com o país no longo prazo.

Valor: Os investidores têm alguma preocupação com isso?

Mensah: Não tive a sensação de que os investidores estejam preocupados e se antecipando. Talvez localmente possa haver uma visão diferente, mas os globais estão focados nos fundamentos da economia brasileira. Sempre há mudanças táticas de curto prazo. Isso acontece se tiver um novo presidente do Banco Central, um novo ministro da Fazenda, um novo governo. Governos diferentes e às vezes um mesmo governo podem priorizar coisas diferentes. E, às vezes, os governos têm que lidar com o que os mercados estão dizendo em termos de consolidação fiscal, nível da dívida ou déficit orçamentário. A volatilidade pode acontecer antes de uma decisão de juros, ou se os dados mostrarem **inflação** mais alta do que pensávamos. Não há visão de que haverá uma mudança radical de uma forma ou outra.

Valor: O que o próximo governo deveria fazer para atrair investimentos?

Mensah: Os governos devem ser mais proativos em conversar com o setor privado sobre oportunidades e os impedimentos para que os fluxos de capital aconteçam. Não significa que o governo deva fazer o que o setor privado diz, mas incentivar o diálogo, para que haja uma melhor avaliação do que o setor privado ou uma indústria específica precisa. A segunda coisa é ter uma economia que, de forma controlada, seja um pouco mais aberta aos fluxos globais, a ideias globais e a pessoas globais. Em terceiro lugar, o Brasil gerenciar sua produção de energia e ter um baixo custo unitário de energia vai ajudar na industrialização. E, claro, a estabilidade macroeconômica é algo em que todos os governos focam e trabalham e é sempre importante para a confiança dos investidores. O que você quer como governo é que os investidores tenham um horizonte de investimento o mais longo possível.

Valor: Como o tarifaço dos EUA afeta a estratégia internacional do Bank of America?

Mensah: Nossa estratégia permanece a mesma. [O tarifaço] significa que, talvez, passemos mais tempo com os clientes. Estamos animados com as oportunidades de crescimento global. Alguns CEOs

estão tendo de se ajustar, alguns estão vendendo oportunidades e, nos dois casos, estamos lá para ajudar. No Brasil, há uma resiliência na economia. Esperamos que a **inflação** caia um pouco no próximo ano, que o crescimento desacelere, mas também que as taxas de juros caiam um pouco.

Valor: O Brasil deve começar a cortar a Selic no próximo ano. A queda no diferencial de juros pode afetar o fluxo para o país?

Mensah: Acho que não. Teria algum impacto se o Brasil fosse uma economia mais aberta. No câmbio, o Brasil se beneficiou do dólar mais fraco. Na teoria, se o Fed [banco central americano] cortar, o dólar pode continuar a ser um pouco mais fraco. Se o Brasil estivesse cortando as taxas enquanto os EUA estivessem aumentando, poderia haver mais volatilidade. Mas provavelmente será uma coisa boa. O Brasil começará a cortar em um momento em que o Fed também está cortando.

Valor: O BofA A tem sido forte em dívida e M A no Brasil. Vê essas áreas crescendo no próximo ano?

Mensah: Estamos muito positivos sobre nossa franquia nessas áreas. Estamos adicionando pessoas e recursos à medida que o balanço cresce, nossa atividade de empréstimos cresce, as captações crescem. O número de clientes aumentou. E, particularmente, banco de investimento, renda fixa, moeda local. Uma das atividades com a qual estamos mais empolgados é o GPS, o negócio global de serviços de pagamento. Temos investido muita tecnologia nisso. Investimos cerca de US\$ 13 bilhões por ano em TI, dos quais US\$ 4 bilhões são novas iniciativas e o resto é para administrar o banco. Uma das áreas em que mais investimos é na arquitetura de pagamentos brasileira, para que possamos fornecer serviços de pagamento rápido cada vez mais sofisticados a empresas.

Valor: Em relação a ações, veremos um 2026 mais ativo?

Mensah: Sim, quando olhamos para nosso negócio de ações, estamos fazendo um orçamento para expandi-lo no próximo ano. Neste ano, o Brasil teve muitos "block trades" [negociações em bloco]. Não vimos muitos IPOs, mas isso vai recomeçar em algum momento. Somos o banco estrangeiro com uma das maiores coberturas de ações. Acredito que as condições podem permanecer como estão e até melhorar um pouco. Esperamos ver algum fluxo estrangeiro. Em dólar, o Ibovespa foi muito bem. Em outras áreas, haverá reestruturações, investimentos estrangeiros, negociações em bloco e outras coisas. À medida que os fundos começarem a reunir ativos

novamente, quando as taxas de juros caírem, estaremos lá para atendê-los com o negócio de corretagem. Portanto, a atividade no ecossistema de ações deve continuar a crescer. Talvez o número de IPOs não seja tão grande, mas não significa que não haverá muita coisa acontecendo.

Valor: O sr. é membro da Carnegie Endowment e da Kofi Annan Foundation. Como é sua atuação nessas instituições?

Mensah: Sim, e também faço parte do Conselho Consultivo de Stanford. Acho importante tentar contribuir e retribuir. Kofi Annan é originário de Gana, assim como minha família, o conheci um pouco. Quando ele morreu, houve uma decisão sobre continuar seu trabalho. Depois de alguns anos me pediram para me juntar ao conselho. É um conselho que está tentando encontrar uma maneira de continuar seu trabalho em prol do diálogo. No Carnegie, entrei há quatro ou cinco meses. Eles têm um grupo de pessoas incrivelmente talentosas que são especialistas mundiais em diversas áreas. Quero ver se posso contribuir com as partes do mundo que conheço ou trazer uma perspectiva de negócios. Também estou interessado em aprender sobre como enxergam o mundo. Nessas organizações, você pode, além das questões de negócios que tentamos resolver todos os dias, contribuir para coisas que tornam o mundo um lugar um pouco melhor. É o que estou tentando fazer.

Site: <https://valor.globo.com/impresso>

Consolidam-se as condições para a queda da Selic (Artigo)

Claudio Adilson Gonçalez

Claudio Adilson Gonçalez Economista e diretor-presidente da Vértice Macroeconomia, foi cofundador da MCM Consultores, consultor do Banco Mundial, subsecretário do Tesouro Nacional e chefe da Assessoria Econômica do Ministério da Fazenda

Diversos dados econômicos divulgados nas últimas semanas dão suporte para que o ciclo de redução da taxa básica de juro (Selic) se inicie já na primeira reunião de 2026 do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC).

A **inflação** medida pelo IPCA dá sinais sólidos de desaceleração, devendo fechar 2025 um pouco abaixo dos 4,5%, limite superior do intervalo de tolerância da meta de 3%. Isso era impensável no início do ano: segundo a pesquisa Focus do BC, em março de 2025 o mercado projetava **inflação** de 5,7% para o corrente ano.

E a queda que se observa é disseminada, não restrita aos preços de subitens voláteis que poderiam se reverter rapidamente.

Os componentes mais persistentes da **inflação**, estimadas pelo BC por meio dos chamados núcleos, mostram clara tendência de baixa desde maio.

A **inflação** de bens industriais vem cedendo pelas seguintes razões: 1) juros internos elevados encarecem o financiamento, especialmente de duráveis, reduzindo sua demanda; e 2) a atividade global fraca, particularmente na China, juntamente com a valorização de 15% do real frente ao dólar em 2025, pressiona para baixo os preços em reais de bens comercializáveis. Como tais movimentos têm fundamentos macroeconômicos que devem persistir em 2026, projetamos **inflação** de apenas 1,3% para os bens industriais no próximo ano, ante provável 2,4% em 2025.

Mesmo nos preços dos serviços, que apresentam maior inércia e vêm rodando acima do limite superior da meta, já se observa tendência de queda contínua nos últimos meses, principalmente nos chamados serviços subjacentes, uma espécie de núcleo dos serviços, mais correlacionados com o ciclo econômico.

A esperada estagnação da economia no segundo semestre, já sinalizada por vários indicadores, foi confirmada pelos dados do **PIB** do terceiro trimestre, divulgados na semana passada. Além do crescimento quase nulo (0,1%) em relação ao trimestre anterior, chamou a atenção a perda de fôlego do consumo das famílias.

Até o mercado de trabalho, que muitos analistas consideram excessivamente aquecido, já começa a dar sinais de arrefecimento.

A taxa de desocupação dessazonalizada - a correta para eliminar o efeito dos empregos temporários do fim do ano - está estável em 5,7% desde julho.

Por fim, a projeção média de **inflação** pelo modelo do BC, para os 12 meses encerrados em junho de 2027, considerado o horizonte relevante para a política monetária, está em 3,3%, que não é, do ponto de vista estatístico, significativamente diferente da meta de 3%.

Até agora, o BC tem aplicado o remédio (taxa de juro real elevada) de forma adequada. Mas todo o medicamento, se usado em excesso, pode provocar mais danos do que benefícios.

Site: digital.estadao.com.br/o-estado-de-s-paulo

Compete ao BC ser conservador - HENRIQUE MEIRELLES

HENRIQUE MEIRELLES

Henrique Meirelles EX-PRESIDENTE DO BC E EX-MINISTRO DA FAZENDA

Existe grande expectativa no mercado sobre qual será a decisão do Copom na quarta-feira, sua última reunião em 2025. Prevalece a visão de que os juros serão mantidos em 15% ao ano. É certo que já vemos os efeitos da política monetária contracionista: a inflação começa a desacelerar e o PIB cresceu menos no terceiro trimestre. Mas o mercado de trabalho segue aquecido, com taxa de desemprego baixa, em 5,4%. Apesar de isso ser, em grande parte, efeito dos programas sociais, o fato é que esses trabalhadores não estão procurando emprego e empresas reportam dificuldade em contratar. Portanto, a missão do Banco Central de levar a inflação à meta não permite relaxar na taxa de juros.

O resultado do PIB, divulgado pelo IBGE na semana passada, é efeito da elevação dos juros.

A economia cresceu apenas 0,1% do segundo para o terceiro trimestre e 1,8% na comparação do terceiro trimestre deste ano com o do ano passado.

Essa desaceleração é necessária para conter a inflação.

Há sempre certa pressa, em especial na política, de cobrar do BC a redução dos juros após a divulgação de dados de crescimento menor e inflação mais baixa. Mas a velocidade do BC deve ser outra. Autoridades monetárias tem de observar a tendência num horizonte longo, sob risco de colocar a perder a estabilidade da economia.

Os sinais da política fiscal, com efeito, não são favoráveis.

Na semana passada, o Congresso aprovou o Orçamento de 2026 com um superávit previsto de R\$ 34 bilhões. No mesmo dia, no entanto, o Tribunal de Contas da União autorizou o governo a perseguir o limite mínimo de tolerância da meta fiscal este ano.

Nos números de 2025, a meta é de déficit primário zero, com margem de tolerância de 0,25 ponto porcentual do PIB para cima ou para baixo - ou seja,

superávit de R\$ 31 bilhões ou déficit de R\$ 31 bilhões. O entendimento anterior era que o governo deveria perseguir o centro da meta, o déficit zero; agora, o TCU permite que o governo persiga o déficit de R\$ 31 bilhões.

Há uma tolerância crescente com a expansão do gasto público.

Como já falei aqui, se a política fiscal é expansionista além da conta, a política monetária precisa ser contracionista, para manter a inflação sob controle.

O entendimento do TCU livra o governo de problemas jurídicos, mas não livra a economia dos conhecidos riscos da expansão dos gastos públicos, em especial suas consequências no aumento da dívida pública.

Resta ao BC cumprir seu papel de proteger a economia com o principal instrumento do qual dispõe, a taxa de juros.

Site: digital.estadao.com.br/o-estado-de-s-paulo

O papel dos três Poderes no ajuste estrutural das contas públicas - SERGIO LAMUCCI

SERGIO LAMUCCI

Sergio Lamucci é editor-executivo e escreve quinzenalmente E-mail: sergio.lamucci@valor.com.br

O Brasil termina 2025 com juros nas alturas, tanto no caso dos 15% ao ano da Selic, definida pelo Banco Central (BC), quanto nos mais de 7% das taxas reais de longo prazo, embutidas nos títulos do Tesouro corrigidos pela inflação. Com a desaceleração da atividade econômica, a perda de fôlego do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o recuo ainda que lento das expectativas inflacionárias, a Selic deverá começar a cair no começo de 2026, podendo alcançar a casa de 12% ao longo do ano que vem. Já a perspectiva de queda das juros reais de longo prazo é bem mais modesta, dependendo de uma redução significativa das incertezas sobre as contas públicas.

Na melhor das hipóteses, isso tenderá a ocorrer a partir de 2027, uma vez que nada de estrutural mudará na política fiscal antes das eleições presidenciais de 2026. Nos próximos 12 meses, o governo vai adotar medidas pontuais para cumprir as metas do arcabouço fiscal, o que deverá ser feito com diversas exceções. Com isso, as taxas dos papéis do Tesouro atrelados ao IPCA que vencem em 2045 e 2050 pouco deverão se alterar. Já estão há um ano em mais de 7% e desde abril de 2024 acima de 6%, níveis insustentáveis no longo prazo.

Um ajuste estrutural nas contas públicas depende principalmente da liderança do Executivo, que precisará adotar uma estratégia firme de consolidação fiscal, focada no controle da expansão dos gastos obrigatórios. Uma alteração mais expressiva do quadro fiscal, porém, precisa contar com a colaboração dos outros Poderes, que têm atuado muitas vezes na direção contrária. Nesse cenário, um risco a não ser desprezado é que as contas públicas não passem por um ajuste de fato estrutural, mesmo no caso de vitória de um candidato da oposição.

Nas últimas semanas, ficou evidente a tensão entre os Poderes. O primeiro episódio foi o mal-estar entre o Executivo e o Legislativo no caso da indicação pelo presidente Luiz Inácio Lula da Silva do advogado-geral da União, Jorge Messias, para o Supremo Tribunal Federal (STF), que levou a uma crise com o

presidente do Senado, Davi Alcolumbre (União-AP). O segundo foi entre o Judiciário e o Congresso, com a decisão do ministro Gilmar Mendes, do STF, restringindo apenas ao procurador-geral da República a autoria de pedidos de impeachment de integrantes da corte, além de elevar para dois terços o número mínimo de senadores necessários para instaurar o processo, em vez de maioria simples.

O Judiciário brasileiro é um dos mais caros do mundo. Em 2023, os gastos com tribunais de Justiça foram de 1,43% do PIB, de acordo com números do Tesouro. O estudo destaca ainda que, para 2022, ano para o qual há uma comparação com 50 países, as despesas do Brasil com tribunais foram de 1,3% do PIB com tribunais, muito acima da média de 0,3% do PIB e menor apenas que o 1,6% do PIB registrado em El Salvador. Além disso, nos 12 meses até julho de 2025, o Brasil gastou R\$ 20 bilhões acima do limite salarial do setor público, segundo estudo das organizações República.org e Movimento Pessoas à Frente. É o maior valor entre os dez países comparados, sendo 21 vezes superior ao da Argentina, que aparece no segundo lugar. Desse valor, R\$ 11,5 bilhões se referem à magistratura.

O Congresso, por sua vez, volta e meia aprova medidas que minam a situação fiscal do país, sem contar que as emendas parlamentares aumentaram muito, alcançando a casa de R\$ 50 bilhões por ano. Após ficar contrariado com a indicação de Messias ao STF, por preferir o nome do senador Rodrigo Pacheco (PSD-MG), Alcolumbre pautou a votação do projeto que garante aposentadoria especial para os agentes de saúde, aprovado pelo plenário da Casa no fim do mês passado. Ele será agora apreciado pelos deputados, que já votaram uma Proposta de Emenda à Constituição (PEC) de teor semelhante, com impacto potencial de R\$ 40 bilhões em dez anos aos cofres públicos. O efeito do projeto do Senado seria ainda maior.

Como se vê, o Judiciário e o Congresso contribuem em várias dimensões para priorizar o cenário para as contas públicas. Cabe, no entanto, ao Executivo liderar o ajuste fiscal. O atual governo apostou suas fichas no novo arcabouço, mas a regra não é suficiente para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB num horizonte razoável, e as metas vêm sendo cumpridas com diversas exceções, como para o

pagamento de precatórios.

Além disso, medidas tomadas pela gestão de Lula tiveram papel decisivo no aumento de gastos, como a definição de uma política de aumentos bem acima da **inflação** para o salário mínimo, que corrige benefícios previdenciários e assistenciais, e da reindexação à receita das despesas de saúde e educação. Pesquisador do Insper, Marcos Mendes nota que a despesa primária (exclui gastos com juros) de 2025 está estimada em R\$ 2,418 trilhões pelo Tesouro. Ela será R\$ 327 bilhões mais alta que a de 2022, em valores reais [descontada a **inflação**]. Se o salário mínimo tivesse sido corrigido apenas pela **inflação** e não tivesse havido a reindexação das despesas mínimas de saúde e educação à receita, a despesa de 2025 seria R\$ 108 bilhões mais baixa. Ou seja, dos R\$ 327 bilhões de gasto a maior em 2025, na comparação com 2022, 33% decorrem de apenas duas medidas que representaram escolha exclusiva do Poder Executivo", afirma ele, notando que R\$ 108 bilhões são 0,85% do **PIB**. "Isso indica que, tudo mais constante, em vez de um déficit de 0,6% do **PIB** em 2025, teríamos um superávit de 0,25% do **PIB**", observa. "O Executivo deveria dar o exemplo", diz Mendes, chefe da assessoria especial do ministro da Fazenda de 2016 a 2018.

Em 2027, duas das discussões mais importantes para o ajuste das contas públicas deverão ser justamente desvincular os reajustes dos benefícios previdenciários e assistenciais do salário mínimo e desatrelar os gastos de saúde e educação da variação da receita. São medidas impopulares, que terão de ser propostas pelo Executivo, aprovadas pelo Congresso e provavelmente analisadas pelo Judiciário, se forem questionadas na Justiça. Uma mudança estrutural das contas públicas no Brasil, desse modo, passa por ações dos três Poderes, embora o Executivo tenha de comandar o processo. Se isso não ocorrer, os juros de longo prazo tenderão a continuar em níveis elevados - e insustentáveis.

Site: <https://valor.globo.com/virador/#/edition/188437>

Expectativas para a economia brasileira em 2026 (Artigo)

Luiz Fernando de Paula e Eduardo Mantoan

Luiz Fernando de Paula é professor do Instituto de Economia da UFRJ, Pesquisador associado do OSF/UFRJ e Coordenador do GEEP/IESP-UERJ, PPGE/IE-UFRJ e Pesquisador associado do FINDE/UF

Eduardo Mantoan é doutorando do PPGE/IE-UFRJ e pesquisador associado do FINDE/UF

O ano de 2025 está se encerrando e os principais indicadores macroeconômicos mostram uma economia resiliente, com atividade econômica razoavelmente dinâmica, desemprego baixo e **inflação** convergindo para a meta. No entanto, alguns riscos e desafios continuam persistentes, podendo impactar no desempenho da economia em 2026, cuja previsão de crescimento de acordo com o Focus é de 1,8%. Isto contrasta com a taxa média de crescimento do **PIB** em 2022/25 de 3%, estando assim mais próxima da taxa estimada para 2025 de 2,2% (Focus, 21/11/2025).

Contudo, avaliamos que o afrouxamento monetário esperado por parte do Banco Central (BC) ao longo de 2026, combinado com os recursos liberados pela isenção do imposto de renda para quem ganha até R\$ 5 mil e desconto progressivo para rendas até R\$ 7 mil, injetando aproximadamente R\$ 28,6 bilhões anuais, segundo estimativa do IFI, estimulará a demanda ainda no ano de 2026, razão que nos torna mais otimistas com o crescimento da economia em relação às previsões do mercado.

Nossa avaliação da atual desaceleração é que em parte decorre de decisões tomadas no início do terceiro governo Lula ao reduzir a meta de **inflação** para 3%, estruturalmente incompatível com a economia brasileira face à existência de mecanismos formais e informais de indexação e de ciclos de choques cambiais nos preços, e uma nova regra fiscal cujo aumento dos gastos públicos depende crucialmente da elevação das receitas tributárias, dificultado perante a resistência de um Congresso Nacional de maioria conservadora e patrimonialista.

O ano de 2025 começou com o BC elevando a taxa Selic para 13,25%, vindo a alcançar 15% em 18/6/2025, patamar que permaneceu desde então.

Apesar da política monetária mais restritiva, a desaceleração ocorreu de forma gradual ao longo do segundo semestre de 2025: os índices de volume de comércio e produção industrial, que estavam em patamares de 3% no início do ano, apresentaram em setembro variação acumulada em 12 meses de 0,7% e 1,5%, respectivamente, contrastando com o comportamento do índice de volume de serviços que apresentou em setembro variação acumulada de 3,1%, patamar que se manteve o ano todo.

O governo, através da política fiscal, tem sustentado parte da demanda agregada com as transferências de renda e fortalecimento institucional da concessão de crédito no país, como o uso dos bancos públicos, com a ampliação do consignado aos trabalhadores CLT e o programa Desenrola Brasil. Apesar disso, as despesas fiscais acumuladas em 12 meses até setembro de 2025 recuaram em termos reais, indicando uma desaceleração do gasto público. Adicionalmente, o BC tem realizado forte aperto monetário para perseguir uma meta de **inflação** ambiciosa para as condições estruturais do país.

Desde 2023 o governo tem ampliado as políticas de transferência de renda, de modo que as despesas com o programa Bolsa Família, Auxílio Brasil e BPC aumentaram juntas a participação no **PIB** de 1,7% em 2022 para 2,3% em outubro de 2025. Se incluir despesas previdenciárias, abono e seguro-desemprego, a participação aumentou de 10,2% para 11,1% no mesmo período. Esta diferença de 0,9 p.p. equivale, a preços atuais, a aproximadamente R\$ 112 bilhões adicionais injetados na economia, o que contribuiu para aumentar a renda das famílias e a demanda agregada.

A renda restrita disponível das famílias (RNDBFr) aumentou de 49% do **PIB** em janeiro de 2022 para 55,3% do **PIB** em setembro de 2025, movimento que foi acompanhado pela redução na taxa de desemprego, que atingiu 5,4% no trimestre encerrado em outubro de 2025, menor patamar da série histórica. Este efeito positivo na economia se mostra persistente mesmo com a redução das despesas primárias do governo central em relação ao **PIB** ao longo de 2025, após um período de crescimento em 2024.

Um aspecto peculiar da economia brasileira é a resiliência frente à política monetária mais

contracionista. A atuação mais restritiva do BC tem sido justificada pelo desvio da **inflação** em relação a sua meta ocorrido em meados de 2024, quando um forte choque externo, por conta das incertezas com a eleição de Donald Trump nos EUA, desvalorizou a moeda brasileira e passou a pressionar os preços domésticos.

O IPCA gradualmente tem convergido para a meta, saindo de 5,5% em abril para 4,6% em outubro de 2025 e devendo terminar o ano em 4,4%, fazendo as projeções do Focus serem revisadas para baixo sucessivamente. Assim, apesar da taxa real de juros básicos alcançar mais de 10% ao ano, patamar não visto desde 2006, a sua potência em afetar a economia real tem sido limitada, em função dos reduzidos efeitos dos canais de transmissão; ainda assim, a **inflação** tem convergido para a meta, o que sugere que outros fatores contribuíram para a sua queda.

Tais fatores evidenciam que o esforço simultâneo em sustentar a atividade econômica e, ao mesmo tempo, conter a **inflação** tem produzido resultados ambíguos. Embora a taxa de **inflação** finalmente esteja convergindo para o intervalo da meta, os efeitos colaterais do atual nível da Selic resultam em um novo foco de preocupação. A manutenção dos juros em patamar tão elevado tem contribuído para um maior comprometimento da renda das famílias com serviço da dívida, que alcança 28,8% do **PIB** em setembro de 2025, reduzindo sua capacidade de consumo.

Por outro lado, a despesa com juros da dívida pública vem crescendo de forma acelerada: em 2024 somou R\$ 855 bilhões e, para 2025, estima-se que ultrapasse R\$ 1 trilhão. Nesse contexto, o custo financeiro da dívida pública associado à política monetária desponta como o principal vetor de elevação do endividamento público. O resultado primário efetivo acumulado em 12 meses, que tinha alcançado em dezembro de 2024 o déficit de R\$ 42,9 bilhões, registrou em outubro deste ano déficit de R\$ 44,4 bilhões, valores modestos quando comparados ao dispêndio anual com juros da dívida, mais de 20 vezes maior.

Esse descompasso expõe o dilema da política monetária: embora o BCB frequentemente atribua à autoridade fiscal a dificuldade de estabilizar a dívida pública, é a própria elevação da taxa Selic que tem amplificado o custo da dívida. Estimamos que o aumento de 2,75 p.p. na taxa básica ao longo de 2025 adicionou aproximadamente R\$ 170 bilhões às despesas com juros da dívida no ano.

Concluindo: em que pese a resiliência da economia brasileira nos últimos anos, a desaceleração econômica em 2026 parece estar já contratada,

sobretudo no primeiro semestre, podendo a economia vir a reagir no segundo semestre. Em particular, há dúvidas sobre quando o BC iniciará o ciclo de redução da Selic, o que a nosso juízo deveria ocorrer logo, dada a convergência da taxa de **inflação** à meta, o que poderia ajudar a atenuar a desaceleração e contribuir para dar início a um novo ciclo de crescimento. Como sempre, o contexto externo poderá alterar o cenário econômico, positivamente ou negativamente.

Site: <https://valor.globo.com/virador/#/edition/188437>

Fed tende a fazer novo corte de juros

Luana Reis e Cristiana Euclides De São Paulo

Os participantes do mercado estão confiantes de que o Federal Reserve (Fed, o banco central americano) vá anunciar mais um corte de juros nesta quarta-feira, marcando sua terceira redução consecutiva. Mas em meio a opiniões divergentes entre os membros do comitê de política monetária (Fomc, na sigla em inglês) sobre a evolução do mercado de trabalho e o desempenho da economia, a expectativa é de uma votação mais dividida que o habitual e certo tom de cautela, com a possibilidade de sinalizar uma pausa no ciclo de afrouxamento monetário em janeiro.

Em outubro, o BC americano reduziu os juros em 0,25 ponto percentual, para o intervalo atual de 3,75% e 4% ao ano, com dois votos contrários. Stephen Miran, indicado por Donald Trump na segunda metade do ano, defendeu um corte maior, de 0,50 ponto percentual, enquanto o presidente da distrital do Fed de Kansas City, Jeffrey Schmid, votou a favor de uma manutenção. Para a reunião desta semana, há no mercado quem fale em até quatro dissidências, algo não visto desde outubro de 1990.

Os diretores do Fed têm demonstrado opiniões muito diferentes sobre o que deve ser feito em relação à taxa de juros, algo que Powell já havia sinalizado na coletiva de imprensa após a decisão de outubro. Parte do comitê avalia que a economia ainda requer um impulso extra para reforçar o mercado de trabalho. A outra ala acredita que o banco central deveria adotar uma postura mais cautelosa, já que a atividade segue resiliente e a inflação permanece um pouco acima da meta.

No momento, os analistas veem que Powell conseguirá construir maioria por um corte, mas há dúvidas sobre dissidências partindo dos membros das unidades regionais do Fed, que têm dado declarações mais "hawkish" (menos propensas a cortes de juros). Susan Collins, presidente do Fed de Boston, disse no fim de novembro que o nível atual de juros parecia apropriado, apenas modestamente restritivo, e ajuda a garantir que as pressões inflacionárias ainda elevadas eventualmente se moderem.

Schmid também afirmou recentemente que a política monetária se encontrava "onde ele achava que deveria estar", em meio a preocupações de que cortes nas taxas prejudiquem a meta de inflação de 2% do Fed. Alberto Musalem, de St. Louis, disse que há pouco espaço para reduções sem que os juros fiquem

"acomodatícios". Austan Goolsbee, de Chicago, também defendeu uma postura cautelosa.

Do lado "dovish" (mais propenso a cortes de juros), está John Williams, presidente do Fed de Nova York, que afirmou há cerca de duas semanas ver espaço para mais reduções no curto prazo, ao considerar que os riscos ao mercado de trabalho aumentaram, enquanto a possibilidade de aceleração na inflação diminuiu. O mercado vê sua visão alinhada à de Powell, embora ele tenha falado sobre política monetária pela última vez após a reunião de outubro.

Após as declarações de Williams, as apostas por cortes de juros dispararam. Os futuros das "fed funds" apontam para uma probabilidade de quase 90% de que o Fed reduza os juros em 0,25 ponto percentual neste mês, de cerca de 50% antes da declaração de Williams, segundo a ferramenta FedWatch, do CME Group. Para janeiro, as chances são de 65% de manutenção.

Ainda do lado "dovish", o mercado aponta os diretores Christopher Waller e Michelle Bowman, que chegaram a defender que o afrouxamento monetário começasse mais cedo, divergindo da decisão de julho. Miran deve repetir o voto por uma redução mais ampla, mas analistas veem que ele pode abrir mão do corte de 0,50 ponto percentual caso a decisão de afrouxamento pareça ameaçada, diante das dissidências. Já o vice-presidente Philip Jefferson observou que, embora ainda robusto, continua vendo riscos para a projeção de emprego. Por fim, os diretores Michael Barr e Lisa Cook não expressaram opiniões recentes e devem votar com a maioria.

A natureza da divisão desta semana será diferente da vista em outubro, diz o ex-economista do Fed e chefe de pesquisa Jubarte Capital, Benjamin Mandel, em entrevista ao Valor. A situação na reunião anterior era excepcional, na medida em que a ausência de dados devido à paralisação do governo americano ("shutdown") atrapalhou o processo de decisão. Agora, embora os números oficiais mais recentes sobre o mercado de trabalho e inflação não tenham sido divulgados ainda, Mandel acredita que já há material suficiente para uma decisão baseada em evidências.

"O racha no comitê deve refletir o contraste entre um mercado de trabalho fraco e uma aceleração do Produto Interno Bruto (PIB)", ele afirma. Mandel observa que parte dos diretores deve focar no mercado de trabalho e esperar mais dois ou três

cortes de juros no ano que vem, caminhando em direção à taxa neutra, vista em torno de 3%. Em contrapartida, outro lado do comitê deve olhar a aceleração da economia americana e preferir pausar o ciclo de cortes. "A **inflação** não vai ser um fator dominante", diz. "Onde veremos mais dissenso será no lado 'hawk'. Ter dois ou três dissensos 'hawkish' não seria surpreendente."

As dissidências no comitê de política monetária do Fed não são incomuns, mas geralmente se concentram em um mesmo sentido, propensas a afrouxamento ou a aperto monetário, diz Mandel. Ele também pontua que diferenças entre os votos do conselho e de dirigentes regionais do Fed não são atípicas, pois as distritais costumam trazer um filtro do local onde atuam. Segundo ele, votos distintos não devem prejudicar o Fed como instituição. "O verdadeiro desafio hoje não é o dissenso, e sim a independência do Fed frente à influência política", diz. "É difícil argumentar que não há influência política. Há uma pessoa no comitê que continua trabalhando para a Casa Branca e que será um voto 'dovish' confiável nas próximas reuniões", afirma, em referência a Miran.

Em linha com o consenso do mercado, o Bank of America (BofA) espera um corte de juros este mês. "Os mercados convergiram para a ideia de um corte 'hawkish' como uma concessão adequada para um comitê altamente dividido", comenta Aditya Bhave, economista-sênior do banco. Ele espera ao menos duas dissidências dos membros de unidades regionais do Fed, e aponta que Powell deve ter que lidar com a discordância de outros membros sem direito a voto, como Beth Hammack (Cleveland), Lorie Logan (Dallas) e, possivelmente, Raphael Bostic (Atlanta).

Analizando discursos recentes de membros do comitê, os economistas do Morgan Stanley veem que os quatro presidentes regionais tendem a defender uma manutenção de juros, além do diretor Michael Barr. "A decisão caberá ao presidente, como quase sempre, e ele terá de lidar com dissensos independentemente do rumo escolhido", eles afirmam.

O Citi é menos radical na expectativa de votos dissidentes e aponta que apenas Schmid parece uma certeza, enquanto Collins, Musalem e Goolsbee seriam "possíveis" divergências. "A indicação de que o emprego caiu no período da pesquisa, juntamente com leituras negativas do ADP semanal, pode ser suficiente para limitar esses dissensos e permitir

que Powell mantenha ao menos a possibilidade de um novo corte em janeiro", afirma o economista-chefe para Estados Unidos do banco, Andrew Hollenhorst.

No entanto, ele aponta que, com a divisão interna no

comitê e o atraso na divulgação de números oficiais, Powell deve evitar se comprometer, enfatizando que novos cortes de juros serão dependentes de dados.

Para Mandel, da Jubarte Capital, Powell deve conseguir construir maioria para diminuir juros em dezembro, mas a forma de comunicar o que acontece depois será o ponto mais complicado. "Há o risco de que o comitê anuncie uma pausa, mas não consiga comunicar claramente quando o ciclo de cortes seria retomado, mas o mercado gosta de ter algum grau de certeza e não costuma reagir bem a ambiguidades sobre o futuro próximo."

O economista acredita que, diante desse cenário, o gráfico de pontos, que reúne as projeções dos membros do comitê para os juros, deve vir bem espalhado, com diretores estimando de um a três cortes no ano que vem, enquanto um grupo significativo deve sinalizar que não há espaço para reduções. Outras pistas sobre a trajetória da política monetária devem vir do Sumário de Projeções Econômicas (SEP) e da coletiva de Powell, após a decisão. "Nossa expectativa em relação ao 'guidance' [direcionamento] é entre neutro e 'hawkish'."

Site: <https://valor.globo.com/impresso>

Mercado vê Selic em 15% e se divide sobre corte em janeiro

Gabriel Caldeira e Gabriel Roca

O quadro econômico atual de desaceleração da atividade e melhora da inflação contrasta com a postura persistentemente conservadora de integrantes do Comitê de Política Monetária Copom) do Banco Central, o que leva à expectativa praticamente unânime do mercado de que o colegiado manterá a Selic parada em 15% nesta semana.

Das 112 casas consultadas, apenas duas esperam que o ciclo de cortes da taxa Selic se inicie já na reunião do dia 10. Para os economistas ouvidos pelo Valor, o Copom deve manter um discurso mais cauteloso e preservar algum grau de liberdade para a decisão de janeiro. O levantamento revela, ainda, uma divisão do mercado em relação à primeira reunião de 2026: 54% acreditam que será o mês do início do ciclo de flexibilização, ao passo em que 44% esperam que os cortes serão adiados para o encontro de março e adiante.

A postura bastante cautelosa dos diretores do BC - em especial do presidente da autarquia, Gabriel Galípolo - deixa o mercado em dúvida acerca de possíveis sinalizações do comunicado da decisão desta semana. Entre aqueles que não esperam grandes alterações em relação ao documento da reunião de novembro do Copom, Marcela Rocha, economista-chefe para América Latina da Principal Asset Management, considera que há um incentivo pequeno para o Copom suavizar a sua comunicação neste momento. Para ela, o conteúdo deve ter pouquíssimas alterações e a projeção de inflação do BC dentro do horizonte relevante seguirá em 3,3%.

"Um corte em janeiro seria justificável, mas a comunicação do BC ainda tem sido dura. O BC não tem mostrado euforia com os números melhores de inflação corrente e não dá muita ênfase a essa desaceleração da atividade. O próprio Galípolo tem dado mais importância aos dados ainda resilientes do mercado de trabalho", destaca.

Embora tenha em seu cenário-base

um corte de 0,25 ponto percentual da Selic em janeiro - a 14,75% -, Rocha avalia que a convicção é baixa justamente por conta da postura conservadora do Copom, e entende que há mais chances de o primeiro

corte passar para março.

"O que nos deixa ainda com janeiro foi a sinalização dada pelo Galípolo quando ele fala sobre o termo "bastante prolongado". Havia um desconforto entre nós sobre pensar em cortar juros com essa frase [na comunicação], mas ele reduziu a

importância dessa frase", lembra a economista da Principal.

Rocha se refere à participação do presidente do BC em evento organizado pela XP Investimentos na segunda-feira (1), quando ele afirmou que a manutenção, ou não, do trecho do comunicado que descreve um "período bastante prolongado" de juros elevados não indica qualquer decisão do Copom à frente. "Não sei se a gente tem a necessidade ou obrigação de criar algum tipo de código dentro da comunicação que vá telegrafar quando o BC vai fazer algo", disse Galípolo.

Nesse sentido, Rocha não vê mais na manutenção da frase no comunicado da reunião de dezembro um impedimento para que o BC corte os juros em janeiro. No entanto, ela admite que, em relação à expectativa do mercado, "a régua para cortar fica ainda mais alta".

"Precisaríamos ver uma evolução de dados surpreendendo positivamente, e não apenas em linha com o esperado, e talvez uma nova rodada de queda das expectativas de inflação do relatório Focus", diz ela. Achamos que os dados de inflação podem vir na ponta mais otimista, mas o mercado poderia, sim, ficar ainda mais cético com o corte em janeiro."

Para Rafaela Vitória, economista-chefe do Inter, a sinalização sobre o termo "bastante prolongado" tem pouca importância e não deveria significar nenhuma indicação sobre os próximos passos da política monetária.

"O "bastante prolongado" se refere a todo o período de restrição monetária, que vai continuar. A Selic continuaria muito restritiva mesmo se fechar o ano [de 2026] em 12%, que é a nossa projeção", diz. Ela admite, contudo, que um comunicado muito parecido com o da reunião de novembro indicaria pouca abertura para discutir cortes da Selic.

"Esperamos em outros parágrafos esse indicativo. Estamos muito distantes da taxa neutra [que não estimula nem comprime a demanda], o começo dos cortes servirá para tirar um pouco do excesso."

Ivo Chermont, economista-chefe da Quantitas, considera que o presidente do BC foi bem sucedido ao desarmar o termo e diminuir a importância que a permanência da frase no **comunicado** teria para os próximos passos da política monetária. Nesse sentido, o BC não deve querer se comprometer com nenhum cenário, dada a grande quantidade de dados que ainda devem vir até a reunião de janeiro, avalia.

"O Galípolo costuma dizer que não é que ele sabe e não quer dar a dica; é que ele realmente não sabe. Acredito que a linguagem que o Copom utilizará será "neutra" aos preços de mercado de hoje e não vai passar nenhuma sinalização concreta", afirma o economista, que espera um primeiro corte da Selic apenas em março do ano que vem.

Ainda, na visão de Chermont, houve outras oportunidades em que o BC deu início aos cortes de juros com a projeção de **inflação** ainda "ao redor da meta", mas a estratégia seria mais arriscada desta vez, já que as expectativas de longo prazo no Focus também estão desancoradas.

"Seria a primeira vez que o Copom cortaria os juros com o modelo fora da meta e com o Focus também fora da meta. É mais um motivo para esperar. Ganharia três ou quatro meses para o Focus se aproximar do centro da meta. Dados os preços de mercado, uma surpresa para o lado "hawk" [mais restritivo] ajudaria na convergência das expectativas. E até o calendário ajudaria: de janeiro a março tem o carnaval e haveria pouco ruído político. Seria muito vantajoso."

Chermont reconhece, no entanto, que se os dados de atividade do quarto trimestre derem sinais mais fortes de desaceleração da atividade, o cenário poderia mudar. A gestora espera uma Selic de 11,50% no fim de 2026.

Na ponta mais otimista, Vitória, do Inter, vê espaço para o ciclo de cortes começar em janeiro, com base no quadro de desaceleração da atividade e da **inflação**, o que deve se refletir no **comunicado** do Copom nesta semana, prevê.

"Nossa expectativa é por um **comunicado** um pouco menos duro, abrindo espaço para a discussão de queda da Selic em janeiro", diz ela. Na sua avaliação, há espaço para um recuo adicional das expectativas de **inflação** do Focus, além de um cenário externo mais positivo, com a perspectiva de continuação do

ciclo de cortes de juros pelo Federal Reserve (Fed, o banco central dos Estados Unidos) mantendo o dólar comportado, o que ajuda no processo de desinflação.

Vitória também considera que os últimos dados de atividade, em especial o **PIB** do terceiro trimestre, mostraram um arrefecimento "mais claro" da atividade, além da desaceleração gradual que consta no cenário-base do Copom. "A desaceleração ficou mais clara, principalmente pela composição qualitativa [do **PIB**] com queda maior do consumo, o que favorece o cenário prospectivo de **inflação** em queda."

O cenário-base do Inter é de uma Selic em 12% ao fim de 2026, projeção próxima daquilo que o mercado embute na curva de juros futuros. Por enquanto, segundo Vitória, não há por que identificar o cenário eleitoral como um impedimento para a redução dos juros no curto prazo, mas se a volatilidade tradicional do período levar o dólar a patamares mais próximos de R\$ 6, é possível que o Copom se veja obrigado a diminuir a extensão do ciclo de cortes da Selic.

Já Rocha, da Principal, espera um corte menor da Selic ao longo do ano que vem, para o patamar de 13%. Segundo ela, o mercado de trabalho resiliente e as medidas de estímulo à demanda esperadas para o ano eleitoral colocam um risco de alta para o crescimento da atividade, o que pode alimentar a **inflação**.

Além da volatilidade eleitoral e as perspectivas fiscais voltando ao foco, ela identifica um cenário externo menos favorável ao real. "Apesar de o diferencial de juros ser contra o dólar [com a flexibilização monetária do Fed], o crescimento da economia dos EUA ainda será de mais de 2%. Então, não vemos muito espaço para o dólar se desvalorizar. Com um dólar um pouco mais forte ou estável, o ambiente de maior incerteza por aqui por conta da eleição pode pesar na moeda brasileira", afirma.

Site: <https://valor.globo.com/impresso>