

# Os erros e o poder do mercado financeiro

*O mercado caminha para consolidar uma taxa real de juros próxima de 10% ao ano em 2025, patamar que só tem precedentes em cenários de crise generalizada*

**Por Thiago de Moraes Moreira**

*Valor, 23/12/2024*

A discussão em torno do aguardado pacote de corte de gastos dominou a cobertura do noticiário econômico nos últimos meses, deixando em segundo plano diversos outros indicadores importantes da economia brasileira. Durante o período de espera e, sobretudo, após o anúncio do pacote no fim de novembro, ficou evidenciado o poder que os movimentos especulativos do mercado financeiro têm, não apenas sobre a dinâmica efetiva de variáveis macroeconômicas chaves (em particular da taxa de câmbio e juros), mas também sobre a difusão de uma percepção negativa sobre o atual governo.

É curioso notar que os resultados positivos registrados ao longo de todo o ano, que “surpreenderam” as expectativas, não costumam ser “celebrados” nas declarações e análises do mercado. Pelo contrário, o crescimento mais acelerado e as mínimas históricas na taxa de desemprego são apontados como fatores de “preocupação”, uma vez que supostamente representam pressões inflacionárias de demanda, associadas a um mercado de trabalho superaquecido e a um excesso de gasto público.

No entanto, os números da economia real sugerem uma interpretação alternativa. Neste mesmo espaço, publiquei recentemente um artigo<sup>1</sup> refutando a ideia de que o desemprego estaria abaixo do seu nível natural, ou seja, daquele que aceleraria a inflação em função de pressões de demanda. A convenção prevalecente no mercado de que o desemprego natural seria de no mínimo 7,5% não se sustenta na evidência empírica.

A recente aceleração da inflação é claramente explicada por choques de oferta (e não por pressões de demanda), associadas principalmente ao comportamento dos preços das commodities agrícolas no mercado internacional, que impulsionam os preços dos alimentos, e a fatores climáticos, os quais também impactam a oferta agrícola, assim como os preços da energia elétrica. Ademais, não podemos deixar de mencionar o choque inflacionário decorrente da forte desvalorização cambial, que também está sendo impulsionada por movimentos especulativos do próprio mercado financeiro, e também não está vinculada a pressões de demanda.

Quanto ao suposto excesso de gasto público, é verdade que o novo marco fiscal aprovado pelo atual governo abriu espaço para uma expansão real nas despesas. Entre o primeiro trimestre de 2023 e o terceiro trimestre deste ano houve um crescimento real de 4,6% nas despesas primárias. No entanto, o crescimento do gasto privado foi significativamente maior neste mesmo período. O consumo privado cresceu 7,7% e o investimento expandiu 7,6%, ambos também em termos reais.

Em outras palavras, a ideia propalada por diversos agentes do mercado financeiro de que o crescimento atual decorre primordialmente de um crescimento desenfreado das despesas governamentais também não se sustenta. Além disso, os dados mostram que há espaço para uma trajetória expansiva da demanda (e, conseqüentemente, do PIB) sem provocar maiores pressões sobre a capacidade produtiva, isto é, sem gerar inflação de demanda.

Cabe ainda comentar sobre o ponto mais polêmico do pacote fiscal recém anunciado, e amplamente criticado pelo mercado financeiro, referente à isenção do Imposto de Renda para quem ganha até R\$ 5 mil/mês. Nas análises do mercado não se costuma encontrar qualquer menção aos efeitos econômicos positivos dessa medida, a qual reforçaria o motor de crescimento liderado pela demanda privada. Tal isenção ampliaria a renda disponível de famílias de elevada propensão a consumir. Dessa forma, para além da discussão sobre a compensação da receita fiscal pela tributação daqueles de renda superior a R\$ 50 mil/mês, a arrecadação de tributos sobre o consumo seria fortemente impulsionada pelo forte estímulo ao crescimento da demanda privada.

A despeito dos sucessivos erros de previsão, é notório o elevado grau de desconfiança dos grandes bancos e fundos de investimento em relação às ações do atual governo. No cenário que hoje prevalece no mercado financeiro, o país caminha para uma catástrofe fiscal, caracterizada por uma situação de insolvência da dívida pública, descontrole inflacionário e recessão econômica. Sabemos que é legítima a preocupação com a questão fiscal e os indicadores de endividamento. Trajetórias explosivas da relação Dívida Pública/PIB são certamente sintomas de desequilíbrios macroeconômicos e devem ser corrigidos pela política econômica. No entanto, do ponto de vista da atual gestão dos gastos primários não há fundamentos que tornem plausível este cenário catastrófico.

As autoridades fiscais do atual governo vêm reforçando o compromisso com o uso de medidas de controle do gasto e da dívida pública, e o próprio anúncio do novo pacote sinaliza para uma desaceleração no ritmo de expansão das despesas governamentais. Contudo, o mais intrigante é notar que a hipótese de uma possível trajetória explosiva para a Dívida Pública/PIB nos próximos anos não seria motivada por um descontrole fiscal, mas sim como consequência da dinâmica especulativa do mercado financeiro, que vem elevando a curva de juros e os compromissos com os serviços da dívida para níveis injustificáveis.

Após a frustração com o anúncio do pacote fiscal, vem se formando uma nova convenção no mercado financeiro em relação à taxa real de juros considerada necessária para o controle inflacionário. O mercado caminha para consolidar uma taxa real de juros próxima de 10% ao ano em 2025, patamar que só tem precedentes em cenários de crise generalizada, o que definitivamente não representa o atual momento. Neste contexto, pressionado pela deterioração das expectativas do mercado, o Banco Central acelerou o ciclo de alta dos juros nominais de curto prazo (Selic), sinalizando no mínimo mais dois aumentos de 1 ponto percentual, o que levará a Selic para escorchantes 14,25% ao ano já no primeiro trimestre de 2025.

Com este patamar de juros, o crescimento do PIB deve cair de forma vertiginosa, fazendo com que, mesmo na hipótese de um arrocho fiscal que leve

o superávit primário para 1,5% do PIB, a dívida bruta do governo em relação ao PIB avance para níveis acima de 90% já nos próximos anos.

Com base no histórico das convenções sobre os juros no Brasil, a conjuntura atual é plenamente compatível com um retorno à taxa real de juros considerada neutra pelo próprio Banco Central, atualmente em 5% ao ano. Com um crescimento médio anual do PIB em torno de 3% e o esforço fiscal convergindo para 1,5% do PIB de superávit primário, a dívida pública se estabilizaria em torno dos atuais 80% do PIB.

Em suma, o mercado financeiro vem dando demonstrações de seu enorme poder, inclusive para reverter os bons resultados macroeconômicos obtidos até então. Com efeito, o presidente Lula estava equivocado quando disse que poderia “vencer” o mercado financeiro. Já o mercado precisa reconhecer seus erros e corrigir suas expectativas. Neste ambiente de disputa e desconfiança, o grande perdedor será novamente a população mais necessitada.

*1. “Desemprego natural, inflação e juros”, em 21/10/2024*

**Thiago de Moraes Moreira é consultor em planejamento estratégico e professor de cenários econômicos no IBMEC/RJ e ESPM/SP.  
E-mail: [eco.thiago@gmail.com](mailto:eco.thiago@gmail.com)**