

Calmaria antes da tempestade?

Os preços dos ativos parecem ignorar não só a dinâmica das contas públicas americanas como também as medidas introduzidas pelo governo Trump

Por [Armando Castelar Pinheiro](#)

Pesquisador do IBRE/FGV, professor do Instituto de Economia da UFRJ,
Castelar é PhD em economia por Berkeley

Valor, 07/11/2025

“Someone told me long ago / There’s a calm before the storm / I know, it’s been comin’ for some time”. Assim a banda Credence Clearwater Revival começa “Have You Ever Seen The Rain”, um de seus maiores hits. É um trecho que me fez lembrar o debate econômico atual, em especial o contraste entre a tempestade que muitos economistas temem que esteja se formando e a relativa calmaria - e mesmo euforia, em alguns casos - observada nos mercados financeiros, depois de passado o estresse de abril, quando do anúncio do tarifaço de Donald Trump.

Há basicamente duas áreas de preocupação. Uma, a escalada nos mercados acionários, que têm batido recordes recorrentes, principalmente nos EUA. Mas não só: na Europa e na Ásia, por exemplo, as bolsas também têm atingido níveis nunca antes alcançados. O resultado tem sido índices negociados em múltiplos - razão preço/lucro, por exemplo - atipicamente altos, em níveis parecidos aos observados em bolhas do passado. E, também preocupante, o fato de que essas altas têm se concentrado em poucas empresas ligadas ao setor de tecnologia, em especial à inteligência artificial. Basta ver que mais de 40% da alta do S&P 500 em 2025 são explicados por apenas sete das 500 ações que compõem o índice. Algo parecido também se observa em outros países, como Taiwan e Coreia do Sul, por exemplo.

Outro tema preocupante é a forte expansão do endividamento público, em especial, também neste caso, nos EUA, dado o papel central dos Treasuries no mercado financeiro, como supostamente títulos sem risco. De forma atípica, o setor público americano vem registrando elevados déficits em um período de forte expansão do PIB. A “Big Beautiful Bill”, lei do orçamento aprovada em julho passado, vai complicar ainda mais esse quadro: o FMI prevê um déficit médio de 7,8% do PIB em 2025-30.

As previsões para a dívida pública americana são especialmente preocupantes, com o Fundo projetando que ela logo supere o pico histórico, registrado no pós-II Grande Guerra, atingindo 143,4% do PIB em 2030, acima do patamar previsto para países vistos como problemáticos, como Grécia e Itália.

De fato, é interessante como o preço dos ativos parece ignorar não só essa dinâmica das contas públicas americanas como também todas as medidas introduzidas pelo governo Trump. Afinal de contas, acordos comerciais à parte, as tarifas americanas subiram muito, de uma média de 2,4% no início do ano para 16,4% atualmente. A inflação segue em torno de 3%, sem sinais de convergir para a meta de 2%, ainda que o Fed siga baixando os juros. Há uma clara percepção de fraqueza institucional, como ilustram as tentativas de se interferir na política monetária e o mais longo fechamento do governo federal na história do país. Como explicar que, com tudo isso acontecendo, o S&P 500 esteja batendo um recorde atrás do outro, subindo 15,5% este ano, junto com uma forte compressão dos spreads de risco dos títulos de dívida corporativa? E que os rendimentos dos títulos públicos americanos estejam abaixo de onde estavam no início de 2025, tendo caído de 4,6% para 4,1% no caso dos Treasuries de 10 anos? Ou, ainda, que o dólar, apesar da queda de 8,3% este ano na métrica do DXY, esteja 15% acima da média histórica (1994-2024) em termos da taxa de câmbio real efetiva? Como disse Scott Bessent, ministro da Fazenda americano, provocando seus críticos, “Where the hell is the market risk?”

Guardadas as devidas proporções, a mesma pergunta pode ser feita em relação à dinâmica das contas públicas brasileiras. A projeção mediana do Focus, por exemplo, é de um déficit nominal de 7,3% do PIB na média de 2025-30, o que levaria a dívida bruta do governo geral para 92,1% do PIB em 2030, mais de 20% do PIB acima do nível observado ao final de 2022 (71,7% do PIB). Por que isso não bate nos preços?

Há várias possíveis explicações. Uma, que os mercados não acreditam no prognóstico dos economistas, apostando que agora é

diferente. Isso ocorreu em crises anteriores, como na bolha da internet no início do século e na crise financeira detonada pela elevada alavancagem e insuficiente diversificação do risco nas hipotecas americanas. No caso, a aposta é que o aumento da produtividade vindo da inteligência artificial justifica a escalada observada no preço das ações, ou que o mercado vai simplesmente se adaptar aos níveis mais altos da dívida pública.

Uma outra é que, mesmo que o argumento dos economistas esteja certo, não dá para ir contra o mercado. Isso pois é difícil acertar quando uma eventual crise ocorrerá. Como observou Keynes, “os mercados podem permanecer irracionais por mais tempo do que você pode permanecer solvente”. Vários casos na crise imobiliária de duas décadas atrás ilustram isso. Uma terceira explicação é ter fé que, em havendo uma crise, os bancos centrais e os tesouros nacionais vão entrar em cena, cortando juros e absorvendo prejuízos, de forma que a perda que pode advir nesse caso é menor que o ganho de seguir apostando em que não haverá crise.

Em “Bad Moon Rising”, a banda da Bay Area vai mais direto ao ponto: “I hear hurricanes a-blowing / I know the end is coming soon / I fear rivers overflowing / I hear the voice of rage and ruin / Don’t go around tonight”. Sem querer ser tão alarmista, vejo como certos e preocupantes os alertas sendo feitos sobre os riscos em que estamos mergulhando e o não trivial desafio que temos pela frente.

Armando Castelar Pinheiro, pesquisador do IBRE/FGV, professor do Instituto de Economia da UFRJ, é PhD em economia por Berkeley e foi chefe do Departamento Econômico do BNDES.