

Como acontece a cada ciclo eleitoral, passada a eleição, o foco dos mercados passa a ser a formulação da política econômica do novo governo.

As alternativas para o reequilíbrio das contas públicas pelo lado da receita não são óbvias, especialmente depois de mais uma rodada de elevação da carga tributária ao longo dos últimos anos. Um ajuste pela despesa parece igualmente desafiador, sobretudo após a expansão de despesas realizada ou contratada neste ano em razão do ciclo eleitoral.

Diante disso, a discussão passa a ser sobre os caminhos possíveis para a condução da política fiscal nos próximos anos. Começando por aquele que parece o mais provável, à luz do que conhecemos até o momento, temos um cenário de mais do mesmo.

Nesse contexto, não teríamos mudanças relevantes na condução da política fiscal, o que significa continuar convivendo com a meta de resultado primário cumprida pelo piso da banda, abatimentos, despesas fora da regra fiscal e a busca por fontes alternativas de receita, em que pese toda a dificuldade de melhorar as contas por esse canal.

Um cenário alternativo seria o de flexibilização fiscal adicional, com algum afrouxamento das regras fiscais para acomodar uma agenda de expansão de gastos e de aumento do crédito direcionado. Esse cenário ganha probabilidade em um ambiente de desaceleração acentuada da economia ao longo do próximo ano.

Uma alternativa positiva aos cenários anteriores seria uma proposta de ajuste suave, mas ainda assim um ajuste, contemplando temas como a redução do limite de crescimento da despesa permitido pelo arcabouço, gatilhos mais eficientes para o contingenciamento, a desvinculação dos pisos de saúde e educação da receita, passando a corrigi-los pelo mesmo limite de crescimento do gasto previsto no arcabouço, e alguma reforma administrativa.

Esse cenário seria compatível com um aumento gradual do resultado primário ao longo dos próximos quatro anos. Não seria suficiente para estabilizar a dívida, mas sinalizaria que a direção está certa.

Independentemente do caminho fiscal escolhido, teremos, ao longo do próximo ano, um encontro marcado com a desalavancagem, tanto das empresas quanto das famílias.

Segundo dados do Banco Central (BCB), as concessões de crédito para capital de giro atingiram níveis comparáveis aos observados em 2020, ano da pandemia, com um detalhe qualitativo importante: as concessões com prazo inferior a 365 dias mais do que dobraram, passando de pouco mais de R$ 20 bilhões por mês, em meados de 2020, para aproximadamente R$ 45 bilhões por mês em setembro de 2026.

No caso das famílias, a situação não é menos preocupante. Em setembro de 2026, o endividamento das famílias brasileiras ultrapassou 50% da renda anual, o nível mais elevado da série histórica. Também aqui a composição é um agravante, com boa parte do aumento da dívida concentrado em cartão de crédito e cheque especial.

A desalavancagem acontece quando a renda gerada pelas famílias ou a receita gerada pelas empresas não é suficiente para acomodar o aumento do serviço da dívida. Nesse cenário, as empresas reduzem investimentos e buscam eficiência operacional, enquanto as famílias precisam ajustar o consumo.

Choques de custos, como os provocados pela depreciação cambial e/ou pelo aumento dos custos trabalhistas, têm os efeitos amplificados em meio a um processo de desalavancagem.

Do ponto de vista micro, empresas já pressionadas pelo elevado serviço da dívida não têm espaço para acomodar choques de custos com redução de margem. Isso potencializa o repasse da alta de custos para os preços, elevando ainda mais a inflação.

A política fiscal tem papel determinante na forma como se desenvolve o processo de desalavancagem em uma economia. Quando a política fiscal tem credibilidade, os juros ficam menores diante da perspectiva de crescimento mais baixo, o que, por sua vez, suaviza significativamente os custos do processo.

É o que Ray Dalio chamou de "*beautiful deleveraging*", isto é, um processo ordenado, que se materializa, do ponto de vista macro, como um pouso suave da economia. Por outro lado, um aperto nas condições financeiras decorrente da percepção de deterioração fiscal torna esse processo muito mais desafiador, resultando em uma queda mais profunda e duradoura do crescimento.

Em termos dos cenários fiscais discutidos anteriormente, é possível dizer que, neste momento, a credibilidade importa mais do que o tamanho do ajuste. Nesse sentido, um ajuste suave pode nos aproximar de um processo de desalavancagem ordenado.

Já a política do mais do mesmo, que atualmente está refletida no preço dos ativos, tende a manter o prêmio de risco elevado, enquanto uma flexibilização adicional, para tentar conter uma desaceleração mais aguda da economia, pode pressioná-lo ainda mais, tornando o ambiente ainda mais desafiador para famílias e empresas.

Diante de um quadro de desaceleração da atividade econômica, é difícil ver o BCB iniciando um novo ciclo de alta de juros. Por outro lado, o aumento do prêmio de risco, depois de um longo período de expansão fiscal e de crédito, em uma economia no limite da capacidade produtiva, torna-se um novo vetor de pressão inflacionária, seja pelo canal dos preços ou pelo canal das expectativas de empresas, famílias e mercado. Nesse ambiente, a desaceleração econômica tem menor capacidade de aliviar a pressão sobre os preços, o que deixa o BCB sem espaço para reduzir os juros.

Em outras palavras, a distribuição de cenários para a política monetária no próximo ano se estreitou. Ficou mais difícil para o BCB continuar cortando os juros, mas também parece difícil vê-lo disposto a subir a Selic. A barra para que o BCB altere a Selic, em qualquer direção, ficou mais alta.

Uma variável que pode “forçar a mão” do BCB na direção de uma alta de juros é o câmbio. Ainda assim, há alguma gordura para acomodar uma moeda mais depreciada sem que isso exija uma resposta de política monetária.

Sem uma sinalização crível de busca pelo equilíbrio fiscal, o cenário que se desenha à frente é de desaceleração econômica relevante, com inflação persistentemente alta e juros em patamar elevado.

Do ponto de vista de mercado, esse cenário favorece o juro real em relação ao prefixado. Em um ambiente de inflação persistente, a NTN-B protege contra surpresas nos preços. Já a manutenção da Selic em nível alto por um período prolongado sustenta a curva real com inclinação negativa, com carrego mais elevado nos vértices intermediários.

A diferença do que temos atualmente em relação ao que se observava há alguns meses é que agora ficou mais difícil para o mercado enxergar um cenário de corte de juros nos próximos 12 meses.

**__Rodrigo Abreu__ é gestor dos fundos da família ASA Alpha*

Fonte: Abrapp em Foco, em 16.11.2026