CARTA SEMANAL

Reflexões Reflexivas

13 DE NOVEMBRO DE 2026

CANÁRIO DA MINA
ED. 181

G5 Partners

g5partners.com

Com o encaminhamento de Lula para um quarto mandato presidencial, rapidamente os questionamentos com relação à sustentabilidade das contas públicas do Brasil voltaram a dominar os noticiários locais.

A percepção que prevalece (há um bom tempo, na verdade) é a de que o governo precisará lidar com essa questão com credibilidade; caso contrário, corremos o risco de uma crise de confiança, cuja consequência seria nefasta para os ativos locais em particular e para a economia brasileira no geral. Nesse contexto, é necessário acompanhar não somente as medidas fiscais que serão apresentadas pelo governo (sejam elas voltadas para ampliação ou contenção de gastos e/ou receitas públicas), mas também o desenrolar do cenário internacional e das variáveis macroeconômicas que afetam a arrecadação e a despesa do governo. Feita essa contextualização, na edição desta semana de "O Canário da Mina" não vamos abordar números ou medidas específicas, tampouco exagerar (ou amenizar) a questão do Brasil com o fiscal; buscaremos, simplesmente, fazer provocações a respeito da situação atual.

Partindo de um pleonasmo: vamos começar pelo começo.

A dívida do governo brasileiro é alta para o grau de desenvolvimento de nosso país e tem crescido de modo rápido. Isso é praticamente um fato incontestável. Partindo-se dessa situação, o que deve ser feito para, no mínimo, amenizar tal trajetória de crescimento explosiva? Cada economista, analista de mercado, pesquisador e cidadão tem uma opinião diferente, e não é nosso objetivo abordar no detalhe possíveis caminhos a serem seguidos. Mas, no geral, existem duas vertentes de pensamento: (i) aqueles que acham que o problema da dívida brasileira se resume ao alto patamar da taxa de juros; e (ii) aqueles que acreditam que somente um elevado superávit primário seria capaz de estabilizar a dívida.

O primeiro grupo vai argumentar que o déficit primário é baixo no Brasil e que, na realidade, a dívida tem crescido por conta dos juros extremamente elevados. O segundo, por sua vez, vai contra-argumentar, salientando que os juros são elevados no Brasil porque embutem um prêmio pelo risco fiscal e que, por consequência, apenas um superávit primário expressivo teria o condão de frear o crescimento da dívida, inclusive atuando através da queda dos juros, via redução do prêmio. Ambas as linhas argumentativas são convincentes.

Essa celeuma não é nova e se resume ao famoso "dilema do ovo e da galinha", adaptado ao tema do endividamento brasileiro: o que veio antes, o alto patamar dos juros ou da dívida? A grande realidade é que essa discussão parece, de certo modo, inócua no momento. No atual estágio, claramente a dinâmica entre essas duas variáveis se aproxima de um processo retroalimentativo, então pouco importa como ele começou. Se, por um lado, é inegável que o elevado patamar da dívida é reflexo, em grande parte, de anos de juros altos, também é verdade que dificilmente os juros cairão sem alguma indicação crível de que as contas públicas vão se equilibrar no futuro próximo. Dito isso, parece-nos que a solução é quebrar essa espiral. E como podemos fazer isso? Atacando as duas variáveis ao mesmo tempo.

O elevado patamar dos juros no Brasil precisa ser discutido com seriedade, e isso claramente perpassa por fatores que vão além da questão estritamente fiscal – existem outras causas estruturais (possivelmente desconhecidas) que precisam ser estudadas e abordadas. Mas certamente isso não vai solucionar, por si só, o problema fiscal, ou mesmo levar os juros brasileiros para um patamar decente. É necessário credibilidade. É necessário ancorar expectativas. E isso só virá, no Brasil, no momento delicado que estamos vivendo, quando o governo der algum indicativo mais sério na parte fiscal.

Os juros mais baixos ajudam a dívida. O primário positivo também. O primário ajuda a reduzir os juros por meio da melhora das expectativas. Os juros menores amenizam (novamente) o crescimento da dívida e o esforço fiscal futuro para estabilizá-la. E assim vamos transformando a atual espiral negativa em uma positiva.

Falar é mais fácil do que fazer – não existe uma panaceia, ao contrário do que muitos pregam.

Discutir as causas estruturais (ex-fiscal) do alto patamar das taxas de juros praticadas no Brasil envolverá não somente disposição e criatividade, como também a desconstrução de certos dogmas já cristalizados.

Na parte fiscal, a estrutura dos gastos públicos no Brasil é complicada, para dizer o mínimo, e nossa Constituição cidadã de 1988 é generosa na rede de proteção social. Portanto, parece-nos que, mais proveitoso do que simples e indiscriminadamente cortar gastos e reduzir despesas tributárias, seria rediscutir todo o arcabouço do orçamento brasileiro – e não faltam pessoas com boas ideias para isso. Não se trata, somente, da quantidade, mas também da qualidade da gestão fiscal no Brasil.

Lula, que está caminhando para seu quarto mandato, será capaz de fazer isso? Uma grande parcela da sociedade e do mercado financeiro acredita que não. A questão é que essa falta de credibilidade por parte do governo torna ainda mais desafiador romper com a supramencionada espiral negativa. As medidas fiscais brandas serão lidas como lenientes com o quadro desafiador das contas públicas, e as mais duras (na perspectiva do governo eleito) serão interpretadas como insuficientes.

Fora a falta de credibilidade, Lula precisará lidar também com um contexto macroeconômico interno e externo mais desafiador. A atividade econômica no Brasil está desacelerando, a inflação permanece elevada, os juros pararam de cair, e as famílias e empresas estão muito alavancadas. Na seara internacional, curiosamente, parece que os países desenvolvidos estão enfrentando problemas análogos aos brasileiros: dilemas com relação às contas públicas, inflação elevada e juros em patamares não observados há um bom tempo. Tudo isso sem falar no conflito no Oriente Médio, um choque exógeno nefasto cujo desfecho não pode ser previsto no momento.

Enfim, se rediscutir toda a estrutura do orçamento brasileiro e explorar com seriedade os fundamentos (ex-fiscal) do elevado patamar das taxas de juros praticadas no Brasil já seria desafiador em “condições normais de temperatura e pressão” (como diriam os engenheiros), fazê-lo no contexto atual será ainda mais complicado. Isso não quer dizer estamos diante de um beco sem saída, mas simplesmente que muitas decisões difíceis terão que ser tomadas caso realmente se deseje quebrar a espiral negativa do orçamento brasileiro. Novamente, se Lula será capaz de fazer algo nessa linha – ou, no mínimo, iniciar esse processo, que

provavelmente será paulatino –, somente o futuro dirá. Por ora, parece que não, de sorte que o misto de ceticismo e pessimismo presente no momento é justificado.

De todo modo, parece cada vez mais claro que essa discussão é inevitável. Se não for Lula, será aquele depois dele. E se não for esse, será o próximo. O problema é que, quanto mais o tempo for passando, mais custoso será implementar as reformas necessárias. Nossa sorte (ou seria maldição, dado seu elevado preço?) é que o Brasil gosta de flertar com o precipício, mas dificilmente pula.

Outra coisa que parece relativamente clara é que qualquer mudança estrutural no orçamento brasileiro vai envolver um esforço por parte de toda a sociedade: do cidadão mais abastado ao mais simples; do servidor público ao servidor privado; do aposentado ao trabalhador na ativa; do político ao empresário. No que tange à questão fiscal, todos terão que contribuir.

Enfim, tendo em vista tudo o que foi comentado, resta claro que a situação atual é delicada e que o ceticismo e o pessimismo são justificados. Parece-nos que estamos diante de uma estrada que se divide em três caminhos que não se cruzam. O primeiro caminho é o da conivência com os problemas, cujo desfecho todos conhecem bem. O segundo envolve reconhecer apenas parcialmente a delicadeza da situação atual, adotando medidas paliativas, na linha do que já tem sido feito nos últimos anos. Por fim, o terceiro caminho é o da ruptura com o modus operandi atual, da busca genuína por soluções criativas e perenes para os problemas estruturais de nosso país. Por ora, o segundo caminho parece mais provável. Porém, se no Brasil até o passado é incerto, que dirá o futuro.

A frase “pessimismo da inteligência, otimismo da vontade”, cunhada pelo escritor francês Romain Rolland, exemplifica bem o momento atual. O pessimismo da inteligência relaciona-se com a necessidade de se analisar a realidade como ela de fato é (dura, cheia de obstáculos e incertezas), sem ingenuidades ou autoenganos. Por outro lado, não podemos deixar de lado o otimismo da vontade; ou seja, a adversidade da realidade não pode paralisar, não pode impedir o progresso ou o desejo de mudança. Em outras palavras: devemos ser críticos e realistas quanto ao momento atual da economia brasileira, mas a constatação desse cenário difícil não deveria acarretar inação – muito pelo contrário.

Frase da Semana

"A mente que se abre a uma nova ideia jamais voltará a seu tamanho anterior."

Albert Einstein

G5 Partners	2024	2025	2026	2027
IPCA (%)	4,83	4,26	5,30	4,80
SELIC F.P (%)	12,25	15,00	13,75	12,75
USDBRL	6,18	5,50	5,50	5,50
PIB (%)	3,40	2,30	1,80	1,70

Sobre O Canário da Mina

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.