Entrevista **Rogério Xavier**

Sócio-fundador da SPX Capital



“Não acho que teremos grandes progressos em relação à inflação em 2027”

Fernando Dantas e Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Como avalia o quadro de endividamento nas principais economias do globo?

Basicamente, são dois problemas: a questão do endividamento público, e a parte do endividamento privado. O endividamento público não é novidade. Os países soberanos têm tido enorme dificuldade em endereçar uma solução para os seus desequilíbrios fiscais. Alguns já tinham problemas antes mesmo da pandemia, e aprofundaram seus desequilíbrios com o choque sanitário. Países como França ou mesmo Reino Unido sofrem brutalmente com a elevação da taxa de juros de longo prazo. Para fugir a isso, eles têm encurtado a dívida, muitas das vezes com os investidores optando por indexação à taxa de juros do *overnight*, ou mesmo indexação a índices de preços, buscando proteção.

Esse problema foi amplificado com o advento das empresas de inteligência artificial, que recentemente têm ido a mercado para financiar os seus hiperinvestimentos. Este ano, estamos nos aproximando a US$ 1 trilhão de emissão privada só desse grupo ligado à inteligência artificial, colocando um peso adicional na emissão de títulos.

Com isso, temos visto as taxas de juros subirem bastante – também no Japão, nos Estados Unidos, na Itália –, assim como no Brasil, que registra taxas de juros de longo prazo muito altas. Tanto

para o Brasil quanto para esses países, se tratam de níveis insustentáveis. A vantagem deles é que, obviamente, têm alta credibilidade, então não têm problema em se financiar. Mas aí entra uma questão que considero muito importante: o fato de você ter financiador não significa que está tendo controle da emissão que quer fazer.

Normalmente, os países têm preferência em emitir longo, não indexado, e com taxas de juros baixas. Entretanto, como mencionei, o que tem acontecido é que o investidor tem pedido prazos curtos, taxas altas e indexação, que é o oposto do desejável. O que isso quer dizer? Que esse fluxo adicional que chega ao mercado está sendo determinado pelo investidor marginal, que tem o poder de dizer onde os governos farão as suas emissões. É o que eu chamo de perda de graus de liberdade por parte dos governos. Quando se perde domínio sobre os instrumentos, na realidade se fica sujeito ao humor do investidor marginal, que é quem vai comprar o fluxo.

Muita gente sempre se remete a uma falácia, que é se fixar na relação dívida/PIB. A última coisa com que se devia preocupar é com a dívida/PIB, porque essa dívida já está financiada. As pessoas ao redor do globo já alocaram as suas riquezas naquele estoque de dívida. É preciso se preocupar com o fluxo, com a oferta adicional. Quem é que vai comprar? A que preço? A que taxa? A que prazo? É indexado ou não é indexado? Esse é o cara que é preciso atrair, e que tem um leque de ofertas muito grande à frente, seja do setor privado, do setor público. Então, meu argumento é que, enquanto houver essa grande demanda por capital que vemos hoje, o nível da taxa de juros de longo prazo no mundo continuará elevado.

Além dos efeitos na política monetária, como vê a influência dessa onda de investimentos tecnológicos – citada também por José Júlio Senna no seminário – no equilíbrio geral da economia? Muito se fala da formação de uma bolha prestes a estourar...

No caso dos EUA, a economia basicamente tem crescido sob esse fator de risco da inteligência artificial. Seja pela parte do investimento, seja por conta do *valuation* que foi atingido por essas empresas, gerando um efeito riqueza que tem sustentado o consumo. As pessoas estão se sentindo ricas e empregadas. Ou seja, por mais que o salário não esteja crescendo a taxas muito altas, por outro lado, o efeito riqueza que elas estão percebendo faz com que elas se sintam confortáveis em continuar consumindo.

A economia está perto do pleno emprego, e a riqueza dos Estados Unidos avançou quase 10 vezes na frente da economia real. Mas a economia real precisará fazer o encontro com a economia de mercado de ações: ou o *valuation* vai cair para encontrar a geração de resultados das empresas no mundo real, ou a economia real vai explodir para encontrar o *valuation* das empresas no mercado acionário.

“As pessoas estão se sentindo ricas e empregadas. Ou seja, por mais que o salário não esteja crescendo a taxas muito altas, por outro lado, o efeito riqueza que elas estão percebendo faz com que elas se sintam confortáveis em continuar consumindo”

Qual o mais provável?

É difícil saber, porque quem estraga sempre a festa do mercado é o Banco Central. E principalmente a atual liderança do Banco Central não quer induzir a economia a uma recessão. A taxa de juros para desacelerar essa economia, para o

"Para se ter uma ideia, pesquisa recente de um banco americano indicou que hoje, mesmo sob a possibilidade de uma crise, mais de 60% dos americanos preferem investir em ações do que em renda fixa"



Fed atingir o seu *target*, deve ser muito alta. Não saberia dizer quanto, mas certamente está muito acima do precificado em mercado.

O motivo é simples: como quem sustenta parte relevante da economia são as empresas de inteligência artificial, elas não deixarão de tomar crédito em mercado se o Fed aumentar os juros em 25 pontos-base (bps); com alta de 50 ou 75 bps, também é improvável. Dado a rentabilidade que eles têm nos investimentos e na geração de resultado, dificilmente existe uma taxa de juros hoje que impeça essas empresas de tomar empréstimos para financiar o seu programa de investimentos.

Então, do lado do investimento, acho muito difícil a economia americana desacelerar. Aí vocês poderiam dizer: "Ah, mas pode ter uma dúvida do lado do *valuation* das companhias. O juro longo sobe muito, as pessoas começam a ficar desconfiadas do *valuation* que aquelas companhias têm, e a própria bolsa sofreria uma correção, não por uma interferência do Fed, mas por uma interferência do próprio mercado, por achar que há uma bolha lá dentro". Acho isso improvável, mas pode acontecer. Entretanto, como disse, enquanto esses dois fatores estiverem acontecendo – investimento forte e geração de riqueza afetando o consumo positivamente –, dificilmente você verá a economia desacelerando de uma maneira tal que faça com que essas taxas de juros de longo prazo caiam.

Qual então seria a estratégia do Fed? Esperar um choque positivo acontecer?

Exatamente. Veja, a inflação americana está um pouco acima de 3% ao ano, oscilando entre 3% e 4% já há algum tempo. Para trazer essa inflação para baixo, o Fed teria que fazer um movimento mais agressivo. Numa regra de bolso, para cada ponto de inflação a se reduzir, é preciso aumentar os juros em dois pontos. Ou seja, o Fed precisaria elevar os juros para quase 6% ao ano. Acho difícil, sinceramente. Considero que a tendência do presidente do Fed, Kevin Warsh, é ir operando lentamente – e rezar por alguma desinflação oportunista que os ajude.

Onde essa estratégia pode dar?

Em algum momento será preciso chegar a uma taxa de juros de longo prazo que faça efeito nos mercados. Certamente, não é onde está atualmente, em 5% ao ano, pois como já conversamos aqui considero que não é essa taxa que vai inibir alguém de continuar alocando seus recursos em um mercado acionário que tem vivido uma grande exuberância. Para se ter uma ideia, pesquisa recente de um banco americano indicou que hoje, mesmo sob a

possibilidade de uma crise, mais de 60% dos americanos preferem investir em ações do que em renda fixa – o que é uma anomalia, algo inacreditável, mas está acontecendo. Ou seja, será preciso acontecer algo muito sério, uma decepção brutal com resultados, ou um juro muito elevado de longo prazo para fazer com que a taxa de desconto seja muito alta e mude essa percepção sobre o *valuation* das companhias, o que não é o cenário atual.

Falemos agora de Brasil. No III Seminário de Análise Conjuntural, o senhor destacou que este ano o impulso fiscal promovido pelo governo poderia ter sido menor que em 2025 não fosse uma expansão parafiscal. Levando em conta que vários governos têm lançado mão de gastos fora dos limites estipulados em cada arcabouço – seja o teto de gastos, seja o atual –, o que falta para se recuperar a disciplina e conter a trajetória da dívida pública?

Falta convicção, seja aos governantes, seja aos próprios parlamentares, para que assumam as suas responsabilidades e vejam que o tamanho da despesa que o país tem hoje é incompatível com o crescimento econômico sustentável no médio e longo prazo. A carga tributária do Brasil atingiu níveis inacreditáveis, chegando a 34%. Quando se junta todas as outras rubricas temporárias, não recorrentes, chega-se a quase 38,2% do PIB. Poxa, isso não tem fim. Alguma coisa tem que acontecer, caso contrário, caminharemos para um cenário bastante negativo. Era bom a gente ser preventivo e não reativo, mas é difícil convencer um político a ser preventivo, né? Normalmente a gente é reativo.

Pensando que 2027 será um ano de desaceleração econômica, por onde seria mais fácil começar um ajuste?

Já temos um ponto bastante relevante contratado que é o endividamento das famílias. Hoje o comprometimento de renda está alto e provavelmente, levando em conta o nível dos juros, subirá mais. Podemos chegar num ponto em que as pessoas terão que escolher entre pagar o aluguel ou pagar a escola do filho. É inédito o atual nível de comprometimento da renda no Brasil.

Considero que esse problema, inclusive, deixa de ser macro para ser um problema de estabilidade financeira. Por isso é que acho que o Banco Central está tão preocupado, porque isso pode afetar claramente o sistema bancário. Não consigo ver uma solução. Fico pensando que sempre se cai no populismo do Desenrola 1, Desenrola 2, 3, pode ter 4, 5..., mas isso não resolve efetivamente o problema, apenas o rola.

O Banco Central está amarrado nessa questão, e tem que combater a inflação. Aliás, não acho que teremos grandes progressos em relação à inflação em 2027. Provavelmente o IPCA ficará em torno de 5% ao ano, se não mais, por conta de questão dos efeitos do El Niño e mesmo do preço da energia. Começaremos a sentir esses sintomas a partir do final do ano. A gente se iludiu durante um período, achando que o El Niño não ia ser essa coisa toda porque tivemos uma certa desinflação de alimentos, mas quando se olham as curvas futuras, elas já indicam uma pressão muito forte. Além disso, o próprio mercado de petróleo mostra persistência de um nível muito alto de preço – e vale lembrar que a medida governamental para subsídio do diesel e da gasolina tem prazo para terminar. Se vão rolar esse prazo, dependerá do novo Congresso, do presidente eleito...

No seminário, você chegou inclusive a citar perspectivas diferentes, a depender do candidato eleito.

Veja, depois de três mandatos do presidente Lula, mas dois de Dilma Rousseff (*o segundo foi interrompido pelo* impeachment), acho que não cabe mais a gente se surpreender sobre qualquer política do PT. Para o bem, para o mal, é conhecida. No caso do Flávio Bolsonaro, ele para mim é um grande desconhecido. Trata-se de uma

“Não é porque vivemos 30 anos sem anomalias que estamos isentos de vivê-las no futuro. A situação do Brasil é muito crítica, o Brasil realmente está na UTI e precisa ser medicado”

grande interrogação, o que para este momento é algo positivo para o mercado financeiro, para o qual uma dúvida é melhor que uma certeza, levando em conta o que a gente tem visto recentemente da política econômica do presidente Lula. Não se conseguiu endereçar os problemas fiscais, independentemente se esse governo pegou uma herança que qualifica como maldita, por conta dos reajustes que foram dados no final do governo Jair Bolsonaro. O presidente teve quatro anos para endereçar essa questão e não conseguiu. O ministro Fernando Haddad – por quem tenho um respeito enorme, é um grande servidor público – fez diversas promessas, por exemplo, de que a este momento a gente estaria gerando superávit primário. A gente não só não está gerando superávit, como estamos gerando déficit. Quando se olha para as contas financeiras, se está gerando um impulso fiscal de quase 1,8% do PIB. Então, não conseguimos avançar muito no Lula 3 em termos de equilíbrio fiscal. Flávio Bolsonaro conseguirá atingir se vencer as eleições? Não sei, mas é uma dúvida.

Pesquisas feitas com investidores, principalmente os estrangeiros, associam uma vitória da direita no Brasil a um alinhamento de visões na América do Sul, em especial com os Estados Unidos, e que isso seria positivo para a região. Não tenho opinião sobre essa questão, mas do ponto de vista dos investidores estrangeiros, eles pensam assim e provavelmente iriam fazer alocações no Brasil, por conta desse direito da dúvida.

E quanto a uma vitória de Lula? Em sua apresentação no seminário, referiu-se à possibilidade de uso de controle de capital para domar os juros...

Na realidade, minha referência foi uma declaração pública do ex-presidente da Petrobras, (José Sérgio) Gabrielli, coordenador da atual campanha de Lula, de que o grande problema do Brasil é a taxa de juros, como se juro fosse causa e não consequência (*a declaração de Gabrielli aconteceu em reunião com representantes do mercado financeiro, em julho*). E que, uma vez que a causa do endividamento brasileiro passa pelo tamanho da taxa de juros, seria preciso baixá-la, e se isso mexesse no câmbio, se adotaria controle cambial.

Esse é um dos muitos cenários possíveis. No seminário, Silvia Matos falou sobre a perspectiva de desaceleração da economia brasileira, da possibilidade de flertarmos com uma recessão em 2027. Dado o alto endividamento das famílias, acho muito difícil que o presidente Lula deixaria essas pessoas desassistidas. Na minha visão, a maior probabilidade é de que ele desse apoio a esses endividados, como sempre deu, e, em vez de fazer uma restrição fiscal, fizesse uma expansão fiscal. Do ponto de vista macro, seria uma tragédia, dado que estamos precisando encaminhar um ajuste fiscal. Do ponto de vista das pessoas, haveria um sentimento positivo de curto prazo, mas que sabemos que se esvairia rapidamente.

Como gestor, qual sua recomendação em tempos eleitorais como o que estamos vivendo?

Não gostaria de associar investimentos à política. A política é a democracia funcionando. De maneira geral, você não deve botar todos os ovos na mesma cesta. É preciso cuidado, pois coisas que parecem de uma maneira hoje, não necessariamente no futuro serão iguais. Vivemos muitos anos,

praticamente desde o Plano Real, sem aquela mudança de planos econômicos – o que para mim é uma novidade extraordinária.

Não é porque vivemos 30 anos sem anomalias que estamos isentos de vivê-las no futuro. A situação do Brasil é muito crítica, o Brasil realmente está na UTI e precisa ser medicado. Se não for medicado, os fantasmas dos anos 1980, 1990 podem voltar, e as pessoas têm que estar bem conscientes disso.

Muitos analistas têm apontado que as atuais incertezas geopolíticas podem ajudar o Brasil a atrair investimento direto estrangeiro – em especial em áreas nas quais temos vantagens comparativas, como em energias renováveis e setores eletrointensivos que poderiam se beneficiar dessa geração. Como equacionar essa perspectiva com o cenário macroeconômico preocupante que nos trouxe? O que é preciso fazer para não perder essa janela de oportunidade?

Perder janelas de oportunidade é uma especialidade do Brasil, né? Acho que o que atrai o investimento é segurança, em todas as frentes: segurança jurídica, institucional, de que o Tesouro vai funcionar, o Banco Central fará seu papel. Por outro lado, quando o investidor olha que existe uma taxa de juros real de 8% por um período de 30, 40, 50 anos, ele pensa: "Poxa, olha o esforço que tenho que fazer para gerar uma taxa de retorno real maior do que um título público que eu não preciso fazer absolutamente nada, é só comprar". Então, as pessoas têm que acreditar que de alguma maneira esse período que a gente está vivendo é conjuntural, e não estrutural. E eu diria que é muito difícil chegar a essa conclusão hoje.

É fato que temos recursos naturais muito abundantes. A questão das terras raras, por sua vez, acho que estrategicamente é importante, mas em dinheiro é muito menos do que as pessoas falam. Acho que se trata mais de uma questão estratégica do que de arrecadação. E, novamente, considero que essa situação que a gente tem vivido institucionalmente não ajuda nem um pouco. Pensem bem: se sou empresário e tenho uma ação que vai ser julgada na Corte Suprema, da qual tenho dúvidas sobre quem vai ser o julgador e que interesse que será levado em consideração, que segurança que eu tenho de que vai ser um julgamento justo? Como é que eu posso fazer um investimento se eu não sei qual é a taxa que o governo vai me cobrar nos impostos, ou qual a taxa que vão me cobrar para eu remeter meu dinheiro para o exterior? É tanta pergunta, que se tem um país do lado mais simples, vou para ele – ou garanto que meu retorno seja muito elevado aqui. Mas aí você põe, compara com a NTN-B e pensa: tá difícil, né?

FGV IBRE ECONOMIA EM 15'

Confira o episódio do *podcast Economia em 15'* com Rogério Xavier:

https://go.fgv.br/F0QOuKYUThe

https://go.fgv.br/IEFuKxbHKaY

