

Cenário Benigno ou Miragem do Mercado?

Márcio G. P. Garcia¹

A economia dos EUA vem surpreendendo positivamente. Não há, até agora, sinais de recessão, nem de aceleração significativa da inflação, por conta do tarifaço de Trump. Coerente com a surpresa positiva, o S&P 500, principal índice da bolsa norte-americana, está beirando os 6.500 pontos, após ter atingido um vale abaixo dos 5.000, após o “liberation day” de Trump, no início de abril: um aumento de 30% em pouco mais de quatro meses!

É bem verdade que o dólar vem se desvalorizando continuamente. O gráfico mostra o comportamento das duas séries citadas: o SP&500 subindo e o dólar caindo. Pelos dados disponíveis, não é que os estrangeiros estejam perdendo a confiança nos ativos dos EUA, títulos e ações. Parece, sim, que estão continuando a investir nos EUA, mas, simultaneamente, precavendo-se contra possível desvalorização das verdinhas. Tal proteção (hedge) é feita via mercados de derivativos, por meio da venda de swaps cambiais. Tais movimentos de proteção cambial estariam contribuindo para a depreciação do dólar frente seus pares (<https://on.ft.com/3UxyM5J>).

Analistas têm se debruçado sobre os dados para melhor entender a razão dessa reversão tão pronunciada de expectativas. Vários fatores vêm sendo levantados. A maioria das explicações tem a ver com as tarifas terem sido anunciadas com antecedência e efetivamente impostas há pouco tempo. Importadores puderam estocar antes de as tarifas entrarem em vigor. Boa parte das empresas, tentando preservar market share, estão adiando ao máximo o repasse das tarifas. Sem contar que ainda há grande a incerteza sobre qual será o nível das tarifas nos próximos anos.

O The Budget Lab, da Yale University, estima que a tarifa efetiva dos EUA tenha se elevado de 2,4% para 18,6% (<https://budgetlab.yale.edu/research/state-us-tariffs-august-7-2025>). Um choque dessa magnitude, se mantido, acabará por impactar fortemente a economia. É inevitável que preços acabem aumentando nos EUA. E isso certamente afetará negativamente a produtividade e o crescimento da economia norte-americana no médio prazo. Tal efeito deletério será exacerbado pelo orçamento altamente expansionista aprovado recentemente, a Big Beautiful Bill (<https://budgetlab.yale.edu/research/long-term-impacts-one-big-beautiful-bill-act>).

Como mercados financeiros antecipam o futuro, é de se estranhar que estejam tão positivos. É certo que os pesados investimentos em Inteligência Artificial podem vir a impulsionar enormemente a produtividade e o crescimento, mas isto é ainda uma grande incógnita. Quanto à reação ao tarifaço, ironicamente, um dos fatores que moldaram a forte reação inicial, muito negativa, ao tarifaço de Trump pode estar por trás da reação surpreendentemente positiva que se seguiu e vem se mantendo até agora.

¹ Professor Titular, Departamento de Economia da PUC-Rio, Pesquisador Afiliado da MIT Sloan School of Management, Pesquisador Sênior do CNPq e Cientista Nosso Estado da FAPERJ, escreve mensalmente neste espaço. (<https://sites.google.com/view/mgpgarcia>).

Há quarenta e cinco anos, o prêmio Nobel de Economia Joseph Stiglitz publicou com Sanford Grossman, na *American Economic Review*, um artigo muito influente, intitulado Sobre a Impossibilidade de Mercados Informacionalmente Eficientes (*On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*). O artigo deu origem ao que ficou conhecido posteriormente como o paradoxo de Grossman-Stiglitz: mercados com informação perfeita seriam uma impossibilidade porque, se os preços refletissem toda a informação disponível, não haveria ganho em coletar informações e ninguém o faria. Sem ninguém coletando informações, como o mercado poderia ser informacionalmente eficiente? Se operações de arbitragem financeira têm custo, mas não podem trazer ganhos em mercados eficientes, quem as faria? Como operações de arbitragem financeira são prevalentes, o artigo de Grossman e Stiglitz deu origem a uma profícua literatura em finanças para explicar como, de fato, funcionam os mercados financeiros e como são formados os preços dos ativos financeiros.

Para retratar as idas-e-vindas de Trump quanto às tarifas, o jornalista Robert Armstrong, do *Financial Times*, cunhou a expressão “TACO trade”, ou, em português, estratégia TSA, Trump Sempre Amarela. A estratégia financeira consiste em, frente às novas tarifas, continuar comprando ativos norte-americanos porque, ao perceber o mercado despencar em função das maiores tarifas que impôs, Trump sempre voltaria atrás na sua decisão inicial.

Ora, se isso de fato ocorrer, teríamos outro paradoxo. A aposta maciça na TACO trade não deixaria o mercado cair. Portanto, Trump não teria por que desistir das tarifas, e elas permaneceriam, causando danos à economia dos EUA.

Ou seja, ao contrário das arbitragens analisadas por Grossman e Stiglitz, que parecem de fato ser lucrativas, as TACO trades, a persistirem, acabarão por trazer pesados prejuízos quando forem devidamente precificados os estragos econômicos do tarifaço. Mas, como supostamente advertia Keynes, mercados podem permanecer irracionais muito mais tempo do que você poderá se manter solvente. Assim, é bom ter cuidado.

E, para o Brasil, é fundamental não se perder de vista que o principal problema macroeconômico segue sendo os elevados gastos fiscais que colocam a dívida pública em trajetória insustentável. A própria reação ao tarifaço, via múltiplos programas de apoio a exportadores, não pode ultrapassar limites razoáveis. Afinal, tais programas de apoio têm início conhecido, mas tamanho e fim imprevisíveis, como bem o demonstra o caso do PERSE, criado para proteger o setor de eventos dos efeitos da pandemia, mas que acabou durando até março de 2025.

Nunca é demais lembrar: quando o mercado internacional mudar de humor (*risk-off*), os mais atingidos serão os que estiverem com pior situação fiscal. Convém consertar o telhado enquanto o sol brilha.

