

# Juros normais em um mundo anormal

*A formulação de políticas extremamente caótica do governo Trump poderá abalar o clima de otimismo nos mercados e desestimular os investimentos*

Por [Martin Wolf](#)

Valor, 04/06/2025

A taxa de juros, real e nominal, sobre os ativos seguros de longo prazo talvez seja o preço mais importante em uma economia capitalista. Ele reflete o nível de confiança nos governos e na economia. Nos últimos anos, esses preços se normalizaram. A era das taxas de juros ultrabaixas iniciada em 2007-2009, com as crises financeiras, parece ter chegado ao fim. Uma era de normalidade parecia estar retornando. Viva!

Mas o mundo não parece exatamente muito “normal”. Será que deveríamos nos preparar para novos grandes choques?

O governo do Reino Unido emite títulos do governo (gilts) indexados desde a década de 80. O histórico de seus rendimentos nos oferece três grandes histórias sobre a evolução dos juros reais em quatro décadas. A primeira é a de um enorme declínio secular. Nos anos 80, os rendimentos de resgate dos gilts indexados de dez anos giravam em torno de 4%. Durante a pandemia e logo após, as taxas caíram para -3%. Foi, portanto, uma oscilação total de sete pontos percentuais.

A segunda história é a de como a estagnação econômica pós-crise financeira levou a um período extraordinariamente longo de taxas de juros reais negativas. A terceira é a de uma alta rápida desses rendimentos para cerca de 1,5%, partindo do início de 2022. O longo período de queda dos juros reais, que culminou naquelas taxas negativas, parece ter chegado ao fim. Estamos em um mundo novo e bem menos estranho.

Os dados sobre os rendimentos dos títulos do Tesouro dos EUA protegidos contra a inflação com vencimento em dez anos (TIPS) mostram um quadro semelhante, mas essas informações só estão disponíveis desde o início dos anos 2000. De 2013 em diante, porém, as duas séries passaram a divergir, com os rendimentos geralmente mais altos nos títulos americanos.

**Em algum momento, pessoas importantes poderão decidir que os EUA não são mais confiáveis. Essas pessoas poderão muito bem incluir os próprios americanos. Nesse caso, poderíamos enfrentar uma grande crise, desta vez com o capital fugindo dos EUA, e não para eles**

Essa diferença pode ser explicada, em parte, pela regulamentação dos fundos de pensão no Reino Unido, que na prática impôs uma brutal repressão financeira aos planos de benefício definido. As taxas de juros reais dos Tips também subiram muito a partir do piso registrado durante a pandemia, mas não tanto quanto as dos gilts indexados. Assim, recentemente os rendimentos dos Tips têm girado em torno de 2%, enquanto os dos gilts indexados estão em torno de 1,5%.

Esses níveis também estão próximos dos que prevaleciam antes da crise financeira. Em termos técnicos, portanto, estamos “de volta ao normal”. Mas, se recuarmos ainda mais no tempo, veremos que mesmo os rendimentos atuais dos gilts indexados do governo britânico estão bem baixos: nos anos 80, as taxas eram mais de 2 pontos percentuais acima das de hoje.

Não há crise aparente nesses números. Os mercados de ativos seguros não estão gritando “o calote é iminente”. Tampouco estão gritando “a hiperinflação (ou mesmo uma inflação alta) está próxima”.

A maneira mais simples de analisar este último caso é por meio das chamadas taxas de “inflação implícita”, que são a diferença entre os rendimentos dos títulos indexados à inflação e os de dívida convencionais com o mesmo vencimento. Nos EUA, esse spread está em torno de 2,3%, praticamente em linha com a média de 2,1% registrada desde janeiro de 2003. No Reino Unido, ele é de 3,3%, pouco acima da média de 3% desde o ano 2000.

Dado o choque inflacionário dos últimos anos - e, portanto, o aumento da percepção de risco inflacionário -, o aumento dessa diferença é mínimo. Os mercados parecem notavelmente confiantes de que as metas de inflação serão alcançadas no horizonte de dez anos.

O histórico dos rendimentos dos títulos convencionais em outros países de alta renda é consistente com o padrão dos EUA e do Reino Unido, e, em geral, melhor. Entre 1º de janeiro de 2021 e 28 de maio de 2025, os rendimentos dos títulos nominais de dez anos subiram 4,5 pontos percentuais, para 4,7% no Reino Unido; em 3,6 pontos percentuais, para 3,2% na França; em 3,6 pontos percentuais, para 4,5% nos EUA; em 3,1 pontos percentuais, para 2,5% na Alemanha; em 3 pontos percentuais, para 3,6% na Itália; e em 1,5 ponto percentual, para 1,5% no Japão. Esses níveis são modestos pelos padrões pré-2008. Diante disso, uma reversão brusca parece improvável - a menos que haja um novo choque negativo

relevante na atividade econômica. Por ora, ao menos, o mundo das taxas de juros ultrabaixas de 2008 a 2021 parece ter ficado para trás.

É possível conceber um outro grande choque? Sim. A formulação de políticas extremamente caótica do governo Trump poderá abalar o clima de otimismo nos mercados e desestimular os investimentos. Aliás, chama atenção a rapidez com que as previsões de consenso para o crescimento dos EUA em 2025 vêm sendo revistas para baixo. Talvez a humilhação leve Donald Trump a tentar contrariar o que Robert Armstrong chamou de “estratégia Taco” (acrônimo de “Trump Always Chickens Out” - Trump sempre arrega).

Novamente, os níveis de endividamento são altos para os padrões históricos, com a relação entre a dívida pública e o PIB dos países ricos perto dos níveis de 1945. Os EUA também estão embarcando em uma desregulamentação financeira em um momento de alto endividamento e apetite por risco nos mercados. E continuam a operar com déficits fiscais elevados, ao mesmo tempo que atacam seus próprios credores por meio de políticas comerciais e fiscais.

Mesmo uma normalização das taxas de juros após um período tão longo de taxas ultrabaixas pode acabar sendo excessiva. Um ponto óbvio aqui diz respeito ao chamado “prêmio de risco das ações”. Uma forma de medi-lo é pela diferença entre o rendimento dos lucros ajustado ao ciclo das ações americanas - o inverso da relação preço/lucro ajustado ao ciclo - e a taxa de juros real. A última vez que essa diferença (que indica o retorno excedente esperado das ações em relação aos Típs) foi tão pequena quanto agora foi em junho de 2007. Isso não é exatamente um pensamento tranquilizador.

Sobretudo porque, como observa Paul Krugman, o processo de formulação de políticas nos EUA de hoje é frívolo. Em algum momento, pessoas importantes poderão decidir que os EUA não são mais confiáveis. Essas pessoas poderão muito bem incluir os próprios americanos. Nesse caso, poderíamos enfrentar uma grande crise, desta vez com o capital fugindo dos EUA, e não para eles.

Diante de toda essa fragilidade, choques recessivos ou inflacionários - ou mesmo os dois ao mesmo tempo) - são perfeitamente concebíveis. Os rendimentos dos instrumentos financeiros mais importantes foram normalizados. Mas os tempos são anormais sob muitos aspectos. A realidade poderá acabar confirmando esses preços, ou, infelizmente, poderá destruí-los. De um jeito ou de outro, será preciso que a realidade ou os rendimentos se ajustem.

**(Tradução de Mário Zamarian)**

**Martin Wolf é o principal comentarista econômico do Financial Times.**