Sob pressão, condições financeiras reforçam freio à economia

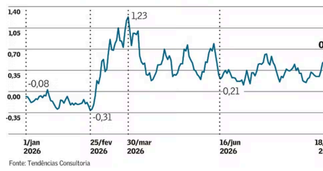
Juros longos elevados no Brasil e no exterior limitam alívio gerado pela queda da Selic e pela valorização da bolsa às vésperas da eleição

Por **Gabriel Roca** e **Victor Rezende**, Valor — De São Paulo
29/09/2026 05h00 · Atualizado há 2 dias

Com uma Selic de 13,75% e que cai a conta-gotas, e em um ambiente de juros de longo prazo bastante pressionados no Brasil e no mundo, as **condições financeiras** têm operado em níveis restritivos desde março, no início da guerra no Irã, em um movimento direcionado, sobretudo, pela renda fixa. O aumento do risco externo ajuda a explicar boa parte do aperto financeiro neste ano, mas, localmente, o comportamento adverso dos juros de mercado também se mostra refém da piora fiscal e do aumento da dívida pública, que levam o mercado a exigir prêmios de risco elevados.

O índice de condições financeiras (ICF), elaborado pela **Tendências Consultoria** e que usa o modelo do Banco Central como referência, tem operado no campo contracionista desde março, quando houve uma piora relevante dos mercados locais e globais com a eclosão do conflito entre Estados Unidos, Irã e Israel. No fim de março, o indicador chegou a 1,23 ponto e, depois, passou a mostrar volatilidade maior, ainda que se mantenha no campo de aperto desde então.

No campo contracionista
Índice de condições financeiras (ICF) - em pontos



Fonte: Tendências Consultoria

O indicador agrega componentes de preços (índices de commodities, cotações do petróleo e taxa de câmbio) e variáveis de mercado, como os índices de ações nacionais e internacionais, além de métricas de risco, como a oscilação dos contratos de Credit Default Swap (CDS) e índices de volatilidade e do comportamento das taxas de juros no país e no exterior, que têm o maior peso no indicador. Quando o ICF está no campo negativo, ele indica que as condições financeiras estão expansionistas, ou seja, favoráveis à atividade econômica. Quando o índice está acima de zero, como acontece neste momento, aponta para condições apertadas, ou seja, um cenário desfavorável para a atividade econômica.

Na prática, a piora relevante dos juros globais de longo prazo tem atenuado a melhora de vetores internos, que poderiam jogar a favor de algum alívio nas condições financeiras. A disparada das taxas dos Treasuries, títulos do Tesouro americano, impede uma acomodação mais forte dos juros longos no Brasil, mesmo em um ambiente de redução da Selic e de valorização da bolsa, alimentada pela expectativa de uma eleição apertada entre Luiz Inácio Lula da Silva (PT) e Flávio Bolsonaro (PL).

"Os juros no exterior são o principal vetor de aperto, seguidos pelo petróleo e por um pouco do comportamento das moedas, com o dólar ganhando um pouco mais de tração", observa a sócia e diretora de macroeconomia e análise setorial da Tendências, **Alessandra Ribeiro**. "Mas, de forma geral, os juros respondem por boa parte do movimento do indicador, que voltou a ficar mais pressionado depois de um ano muito volátil."

Ribeiro observa que o ICF está nas máximas desde abril, o que mostra que, neste ano, as condições financeiras ficaram boa parte do tempo apertadas. "E o nível não é baixo. Temos, agora, os efeitos disso para a atividade econômica, com os modelos apontando que, a partir de um trimestre, as condições financeiras já se refletem na economia, com um efeito que dura até quatro trimestres, ou seja, isso terá impacto na atividade."

Não por acaso, a Tendências avalia que o desempenho dos mercados "só reforça o cenário de desaceleração adicional da atividade no segundo semestre". Nos cálculos da consultoria, o PIB deverá ter uma média de crescimento de 0,1% no segundo semestre deste ano, o que geraria um "carry over" (carregamento) de apenas 0,3% para o próximo ano. A Tendências projeta uma expansão de 1,8% do PIB neste ano e de apenas 1,0% em 2027, o que atesta o cenário de desaquecimento da economia, fortificado, ainda, por um ambiente de juros domésticos mais pressionados.

"Se formos ver os ativos locais, os juros estão puxando as condições financeiras no sentido de aperto, mas os outros mercados têm contribuído de maneira mais positiva", diz Ribeiro, ao se referir ao CDS e ao mercado de capitais, que têm ajudado a limitar o aperto.

O economista-chefe do **Daycoval**, **Rafael Cardoso**, concorda com a avaliação de que os juros domésticos são um vetor de aperto das condições financeiras, mas, no momento, trabalha com um ICF que está expansionista. A principal diferença em relação aos parâmetros do índice do BC está na alta dos preços do petróleo, que, para o Daycoval, é um fator de alívio das condições financeiras, dada a posição do Brasil como exportador da commodity.

"Alguns componentes, como o mercado de capitais, o câmbio local e o comportamento das moedas emergentes, acabam puxando o índice para o território expansionista. Mas os juros domésticos elevados e a inadimplência do crédito são dois vetores que apontam para um comportamento bem contracionista", afirma Cardoso.

Ainda que o ICF adotado pelo Daycoval aponte para condições expansionistas no momento, o economista observa que o indicador é apenas um subsídio para as projeções do PIB. "Sabemos que todos os indicadores têm seus problemas, e o ICF acaba não considerando a duração do aperto monetário. Ele pode mostrar uma leitura próxima do neutro, ligeiramente expansionista, mas o tempo prolongado de aperto pode gerar uma atividade mais fraca que o esperado", diz.

De acordo com Cardoso, esse parece ser o cenário atual. "O ICF perto da neutralidade deveria indicar um PIB próximo do potencial, de 2%, mas temos uma projeção de 1,2% para o crescimento em 2027. Quando nos afastamos do indicador, parece que o PIB vai ter um desempenho mais fraco do que sugerem as condições financeiras atuais", afirma o economista.

Avaliação semelhante é defendida pelo economista-chefe da **Vivest**, **André Lóes**, ao notar que as condições estão bastante deterioradas na renda fixa, mas não no câmbio. "Se tivermos uma notícia ruim para os detentores de dívida pública depois da eleição quanto às propostas fiscais, as condições vão piorar, já que a curva de juros não vai ceder e há uma chance de o câmbio piorar também."

Lóes observa, assim, que, embora haja um foco natural dos agentes na condução da política monetária e fiscal, há, também, uma tendência subjacente formada pelos tomadores de decisão do setor privado, e que se reflete no comportamento das condições financeiras. "Elas acabam sendo muito relevantes e, no limite, quando estamos em uma situação em que as pessoas se mostram preocupadas, o impacto da política econômica em si começa a ficar limitado, ou seja, não adianta fazer expansão fiscal porque as pessoas irão consumir menos."

Nesse sentido, o economista afirma que as condições financeiras têm começado a ficar centrais para decifrar o que irá acontecer no Brasil. "E, como o grande desajuste é fiscal, um ajuste fiscal se torna muito importante, ou então não será possível desatar o nó das condições financeiras", diz.

"Não temos problema de balanço de pagamentos e conseguimos trazer a inflação para níveis civilizados, apesar da taxa de sacrifício ser muito grande, justamente por causa dos outros desequilíbrios", diz Lóes. "Temos três problemas hoje: fiscal, fiscal e fiscal. Se começarmos a atacar isso, podemos sair das questões de curtíssimo prazo e completar o trabalho que começamos há 30 anos, de estabilizar a economia brasileira e mirar o crescimento da produtividade."