

Piora do risco fiscal leva juro real à maior taxa desde 2016

Conjuntura Mercado tem pedido taxas mais altas para comprar títulos

Juro real longo atinge maior nível desde 2016

Victor Rezende e Gabriel Roca
De São Paulo

O sentimento de incerteza com os rumos da política econômica e a sensação de piora do risco fiscal têm feito o mercado exigir taxas de juros mais altas para comprar títulos públicos de longo prazo. O juro real, que desconta o impacto da inflação e é uma das variáveis de melhor expressão sobre a percepção dos investidores para o futuro, já ronda 6,5% em prazos mais longos, nos maiores níveis desde 2016, na medida em que o mercado coloca nos preços a insegurança sobre a sustentabilidade da dívida.

Em novembro de 2019, a taxa real longa chegou a operar na casa de 3%. Desde então, tem subido com força e, no ano passado, durante a tramitação da PEC das Bonidades, o nível de 6% voltou a ser testado pelas NTN-Bs de longo prazo. "O juro real de longo prazo está acompanhando a deterioração da discussão fiscal no Brasil e tem subido desde a pandemia", observa Julio Fernandes, sócio e cogestor macro da XP Asset Management.

É o cenário de dúvidas acerca da política econômica do novo governo que tem ajudado a alimentar o prêmio de risco mais alto exigido pelo mercado. Como consequência, a pressão sobre o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central aumenta, o que deve manter a Selic inalterada nos atuais 13,75% por um bom tempo. O Copom se reúne hoje para sua decisão de política monetária.

No dia da reunião de dezembro do Copom, a taxa da NTN-B com vencimento em agosto de 2050 estava em 6,1857% e, agora, já encosta em 6,50%. De lá para cá, a PEC da Transição foi aprovada; o governo tomou posse; e as discussões sobre a reoneração dos combustíveis,

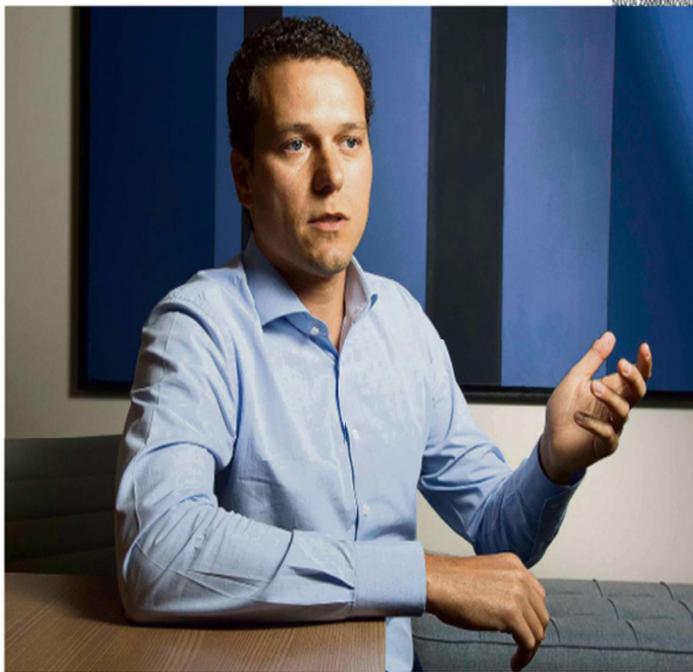
metas de inflação e salário mínimo ficaram no centro das atenções.

"Ditou pouco o nosso juro real de longo prazo abaixo de 5%. Ele era mais condicional às reformas estruturais. Quando começamos a dar alguns passos para trás e flexibilizamos o teto de gastos, o juro real voltou a ficar acima de 5%. Na etapa atual, de mudança na política econômica e piora na perspectiva fiscal, as NTN-Bs oscilam acima de 5% e estão em franca deterioração", diz Fernandes, ao notar que os títulos de longo prazo tendem a ser muito ligados à percepção sobre o juro real de equilíbrio no Brasil.

"Temos a sensação de que o juro neutro está subindo seja por causa da incerteza sobre a trajetória da dívida à frente, seja por causa da elevação dos juros externos", diz o gestor da XP Asset. Nesse sentido, nota que as taxas das NTN-Bs longas começam a se consolidar entre 6% e 6,5%. "Não estamos conseguindo ver ainda um caminho para melhora fiscal. O que enxergamos, eventualmente, é um déficit primário menor, mas isso não resolve o problema de longo prazo."

As atenções dos participantes do mercado, assim, se voltam para a proposta de arcabouço fiscal que substituirá o teto de gastos e que será apresentada até abril, de acordo com o ministro da Fazenda, Fernando Haddad. "Se for algo crível, o mercado vai dar o benefício da dúvida e aí as NTN-Bs podem melhorar um pouco e sair de 6,5% para 6%, por exemplo. Só vamos ter uma melhora expressiva quando a nossa política fiscal estiver melhorando efetivamente. Não basta só a promessa, até porque as regras estão sendo quebradas muito facilmente", enfatiza Fernandes.

Visão semelhante é defendida por Gustavo Brotto, sócio e gestor da BlueLine Asset, que, no momen-



Gustavo Brotto, da BlueLine: NTN-Bs estão em nível alto, mas não é o momento de aplicar devido à incerteza fiscal

Nas máximas desde 2016

Taxa da NTN-B para agosto de 2050 - em % a.a.



Fonte: Necton e Anbima

to, não tem posições no mercado de NTN-Bs. "Estamos apreensivos sobre como será o novo arcabouço fiscal. Pelas discussões que temos visto, ele deve ser menos rígido que o teto de gastos. O novo equilíbrio pode ser de algo mais frágil e que não garanta trajetória tão positiva do endividamento público."

Ao ver as NTN-Bs de longo prazo com taxas próximas a 6,5%, Brotto diz reconhecer que se trata de um nível alto e vê que o mercado embuiu prêmio de risco nos juros de longo prazo. "Sabemos que é um patamar elevado, mas não achamos que é o momento adequado de aplicar [apostar na queda das taxas] por conta de toda a incerteza que ronda o arcabouço fiscal."

Nas últimas semanas, inclusive, nos leilões semanais de títulos públicos, o Tesouro tem tido alguma dificuldade para vender integralmente a quantidade ofertada de NTN-Bs. Na visão do economista-chefe da BGC Liquidez, Juliano Fer-

reira, o mercado tem demandado mais papéis atrelados à inflação de curto prazo diante das discussões mais intensas sobre a trajetória inflacionária e os riscos após a troca de comando do Banco Central.

"O Tesouro vai precisar emitir mais NTN-Bs e, no momento, o mercado tem demandado papéis mais curtos", diz Ferreira, ao apontar para o Plano Anual de Financiamento (PAF) de 2023, divulgado pelo Tesouro na semana passada.

Ferreira, contudo, diz ser difícil precisar o motivo de a demanda pelas NTN-Bs mais longas ter sido menor, apesar dos níveis elevados das taxas. Ontem foi o primeiro leilão do ano em que o Tesouro conseguiu colocar integralmente a oferta de papéis de longo prazo, ao vender 150 mil NTN-Bs para agosto de 2050 à taxa de 6,47%.

"Para mim, deveria começar a aparecer demanda pelas NTN-Bs longas, mas não sei o quanto o mercado está interessado em alon-

gar 'duration', diz Ferreira, ao se referir à possibilidade de os investidores aumentarem a exposição a títulos de prazo mais longo. "Há um risco grande de acabar se 'travando' numa NTN-B longa, já que, em um momento onde você não tem uma âncora fiscal aprovada, qualquer erro que o governo cometa nesse sentido pode provocar bastante piora nos papéis longos."

Assim, para o economista, é provável que, ao menos até que a nova âncora fiscal seja aprovada, as NTN-Bs e as expectativas de inflação de mercado de longo prazo devam se manter bastante altas. "Difícilmente as taxas das NTN-Bs cairão se a gente não tiver clareza da regra fiscal no Brasil", projeta.

Brotto, da BlueLine, constata, ainda, que a discussão em torno dos níveis das metas de inflação pode fazer o mercado exigir ainda mais prêmio pelos ativos brasileiros, o que pode afetar as NTN-Bs, ainda que de maneira tímida se comparadas a outros ativos, como os juros nominais. "Na melhor das hipóteses, se houver uma mudança das metas de inflação e ela for bem comunicada, o juro real de equilíbrio se mantém inalterado", diz.

"Veríamos, principalmente, uma alta mais forte das taxas nominais de longo prazo e da inflação implícita", afirma Brotto, ao notar possíveis impactos de uma mudança nas metas. "Mas, se a comunicação não for bem aceita pelo mercado, podemos, de fato, presenciar uma alta das taxas das NTN-Bs longas por conta da incerteza e do prêmio mais alto", observa Brotto.

Veículo: Impresso -> Jornal -> Jornal Valor Econômico - São Paulo/SP

Seção: Finanças **Caderno:** C **Página:** 1