

Mercado tem reação positiva à proposta

Ativos Regra trouxe novas apostas em antecipação do ciclo de corte da Selic

Mercado tem reação positiva à proposta de arcabouço fiscal

Victor Rezende, Gabriel Roca, Augusto Decker e Arthur Cagliari
De São Paulo

O mercado recebeu de forma positiva a nova proposta de arcabouço fiscal e o resultado visto ao longo da sessão de ontem foi um alívio nos ativos brasileiros. Embora alguns pontos do projeto sejam encarados com desconfiança pelos agentes, a simples existência de uma regra permitiu a retirada de cenários pessimistas dos preços. Os reflexos foram vistos nos ganhos firmes que o Ibovespa sustentou ao longo de toda a sessão, enquanto os juros futuros e o dólar se ajustaram em queda, sustentados, ainda, pela entrada de capital estrangeiro após o anúncio da regra.

A ansiedade em torno da divulgação do novo arcabouço fiscal já era grande e aumentou ainda mais nos últimos dias. Desde terça-feira, quando alguns pontos da nova regra começaram a ser divulgados, a volatilidade dos ativos brasileiros cresceu e ontem, enquanto os detalhes da proposta eram anunciados pelo ministro da Fazenda, Fernando Haddad, a instabilidade dominou os negócios no mercado.

Ao longo do dia, os ativos passaram a mostrar um comportamento mais benigno, que, novamente, após economistas e operadores. Enquanto a sensação entre analistas e economistas indica que a incerteza fiscal segue elevada, diante de premissas classificadas como "bastante otimistas" na regra, entre os "traders" houve a percepção de que cenários fiscais adversos não devem se materializar, o que gerou processo de retirada de prêmios de risco dos ativos domésticos.

O Ibovespa encerrou o pregão em alta de 1,89%, aos 103.713 pontos, enquanto o dólar terminou a quinta-feira negociado a R\$ 5,0972, em queda de 0,72%.

A reação mais interessante, porém, foi vista no mercado de juros, onde as taxas futuras mostraram comportamento instável ao longo de todo o dia, mas, durante a tarde, o viés de queda predominou e se intensificou, ajudado pelo fluxo de entrada de capital estrangeiro. A taxa do DI para janeiro de 2025 recuou de 12,155% para 11,965%, enquanto a do DI para janeiro de 2029 caiu de 12,71% para 12,50%.

"O mercado estava sem direção na parte fiscal, só tinha declarações de boas intenções e, agora, veio um projeto que vai um pouco além dessas intenções e que é executável. Não é uma regra tão simples, mas também não é complexa e ainda temos que ver detalhes, mas a barra não estava muito alta para agradar o mercado, principalmente o investidor estrangeiro. Ninguém ficou surpreso negativamente", diz Gustavo Brotto, sócio e gestor da BlueLine Asset.

Não por acaso, já durante a manhã, a demanda por ativos brasileiros entre o investidor estrangeiro se mostrou alta. No leilão de títulos públicos de ontem, o Tesouro Nacional emitiu a oferta integral de 1,75 milhão de títulos prefixados de prazo mais longo (NTN-F), que costumam ser os papéis preferidos dos não residentes.

"A estrutura não é perfeita, mas remove um importante risco de cauda para os mercados. E, em termos relativos, o Brasil não é a pior história. E isso é bastante relevante em teses de investimentos, até porque os ativos brasileiros estão muito, muito baratos em base real", observa o diretor da tesouraria de um grande banco local em condição de anonimato. Ele, inclusive, acredita que o efeito "fear of missing out" (medo de ficar de fora, em tradução livre) pode ter impulsionado os mercados domésticos.

"O BC deixou muito explícito na ata e no comunicado que os agentes precisam perceber que o arcabouço fiscal endereça a trajetória de dívida/PB no médio prazo, ou seja, não basta apenas apresentar. É preciso esperar a tramitação para entender de fato qual será a trajetória da dívida/PB no médio prazo. Nas minhas contas, a regra não endereça essa trajetória", afirma.



Gustavo Brotto, da BlueLine: 'A barra não estava muito alta para agradar o mercado, principalmente o investidor estrangeiro'

Pregão de forte oscilação

Comportamento minuto a minuto



cionar riscos de forma gradual, diante de uma visão positiva, especialmente no mercado de juros. "Com o dólar de volta a R\$ 5,08 e diante de uma forte contração do crédito, como esperar uma aceleração bastante conservadora do presidente da Selic e em uma queda ainda mais intensa dos juros futuros, mesmo com o discurso bastante conservador do presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, em relação à política monetária ontem. Apostas de um corte de juros em junho voltaram a ganhar força, e o mercado coloca no preço uma Selic entre 11,75% e 12% no fim do ano.

Já durante a manhã, a demanda por ativos brasileiros entre o investidor estrangeiro se mostrou alta

"Agora que temos a concretização de um projeto, podemos ver algum espaço se abrindo para o BC cortar juros na metade do ano, em junho ou agosto, dependendo das expectativas de inflação, que podem se estabilizar. E esse movimento abre possibilidades na renda fixa, especialmente na parte intermediária da curva de juros", diz Brotto, da BlueLine. "Estamos começando a discutir se vale a pena montar posições otimistas em renda variável e, principalmente, em juros intermediários."

Alguns participantes do mercado, porém, avaliam com ceticismo a chance de uma antecipação no processo de flexibilização do juro. É o caso do economista-chefe da BCC Liquidez, Juliano Ferreira, para quem a nova regra traz pontos positivos e negativos, mas, ao não garantir de forma clara uma trajetória sustentável da dívida, não abriria espaço para o Banco Central antecipar um ciclo de cortes na Selic.

"O BC deixou muito explícito na ata e no comunicado que os agentes precisam perceber que o arcabouço fiscal endereça a trajetória de dívida/PB no médio prazo, ou seja, não basta apenas apresentar. É preciso esperar a tramitação para entender de fato qual será a trajetória da dívida/PB no médio prazo. Nas minhas contas, a regra não endereça essa trajetória", afirma.

Ferreira, inclusive, observa que, com expectativas de inflação em níveis muito elevados, seria preciso ver primeiro um processo de reacomodamento. Ele, contudo, pondera que a percepção sobre o novo arcabouço fiscal pode ser alterada conforme detalhes da proposta sejam divulgados pelo governo.

Da mesma forma o gestor de renda fixa da Screditi Asset, Cássio Andrade Xavier, aponta que o cenário inflacionário desafiador justificaria os juros em um nível elevado por um período mais longo. Ele, porém, destaca que o mercado tem demonstrado nas últimas semanas maior aptidão por apostar na queda das taxas futuras diante de um cenário global mais incerto e do aparente desfecho mais positivo do ponto de vista fiscal.

"O mercado acaba tirando alguns riscos de cauda mais extremos dos preços e o tomador de risco, que estava esperando essas probabilidades diminuírem, acaba aproveitando para aplicar [apostar na queda] dos juros. Ainda temos um viés mais pessimista, mas não é hora de enfrentar o mercado", afirma Xavier, ao revelar que a Screditi Asset tem posições mais leves em ativos locais no momento.

A proposta revelada ontem por Haddad ainda deixa dúvidas entre os agentes do mercado sobre a capacidade do governo de entregar o que está sendo prometido, afirma Gabriel Fongaro, economista sênior do Julius Baer Family Office. "Fiz contas preliminares e não conseguiram chegar aos números apontados pelo governo sem recorrer à elevação de carga tributária, o que eles já descartaram", diz Fongaro.

O economista, inclusive, diz ter ficado "com a pulga atrás da orelha" em relação à reação positiva dos mercados. "Creio que foi porque esperavam algo pior, mas também não acredito que os investi-

dores vejam nessas regras uma solução visível para os problemas fiscais", afirma. Para ele, um rali sustentável dos ativos financeiros brasileiros só deve acontecer depois que mais detalhes forem divulgados e definidos durante as negociações com o Congresso.

"A reação dos ativos foi resultado de um desenho um pouco melhor que o esperado, mas vale dizer que o câmbio, por exemplo, estava bastante depreciado frente ao dólar, na comparação com seus pares", nota o economista. Nesse sentido, vale destacar que o dólar se ajustou em queda contra outras moedas de mercados emergentes e avançados, em um movimento de desvalorização generalizada da moeda americana.

Na visão de Mario Schalch, gestor de multimercados da Neo Investimentos, mesmo com o desempenho positivo dos ativos brasileiros na sessão de ontem, a oscilação dos mercados foi contida quando se leva em conta a expectativa em relação ao arcabouço fiscal. "Dado o que foi anunciado, eu esperava reação pior, mas a movimentação como um todo foi bem modesta", afirma o gestor.

Além disso, Schalch também não vê valorização sustentada dos ativos domésticos. "A proposta não deve trazer uma melhora consistente de perspectiva para o mercado. Não é suficiente, então o mercado deve seguir com muitas dúvidas", diz. Nesse sentido, a Neo Investimentos continua a ver um processo de redução da Selic com início apenas no fim do ano.

"Faltam detalhes importantes sobre o arcabouço. As regras colocadas são muito mais soltas do que a indicação de superávit primário que se deseja fazer", diz o gestor. "A regra coloca limites muito pequenos para que exista algum tipo de obrigação de cumprimento de superávit. E não parece estar claro se as metas de superávit serão obrigatórias. A regra coloca parâmetros, mas o que vai determinar a política fiscal é a vontade do governo", diz Schalch.

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

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