

Juro futuro se detém em 'piso' de 10%

**Mercados** Taxas mostram dificuldade em romper níveis mais baixos; gestores adotam viés cauteloso antes de início dos cortes na Selic

# Rali dos juros futuros no ano esbarra em 'piso' de 10%

Gabriel Rocca e Victor Rezende  
De São Paulo

O rali que derrubou os juros futuros aos menores níveis desde o fim de 2021 começa a encontrar sinais de esgotamento e uma abordagem mais cautelosa entre participantes do mercado tem emergido, diante de uma redução em apostas na continuidade da queda das taxas locais. Ao mesmo tempo em que os juros futuros mostram dificuldade em furar o nível de 10% de modo consistente, a postura defensiva dos agentes se reflete, ainda, em uma preferência por posições em juros reais, que exibiram queda menos significativa neste ano e que podem garantir alguma defesa em caso de repique inflacionário.

O otimismo em torno do mercado de juros na primeira metade do ano teve diversos vetores de suporte, como o novo arcabouço fiscal, a manutenção da meta de inflação em 3% pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); e a aprovação da reforma tributária na Câmara dos Deputados. Todo esse processo se refletiu em uma importante retração de prêmios de risco dos ativos brasileiros nos últimos meses. Em um modelo que considera a volatilidade implícita do real, a inflação implícita de longo prazo e o desempenho relativo do floreal, o Itaú Unibanco calcula que o prêmio de risco doméstico está no menor nível do ano e bem abaixo de parâmetros vistos em 2022.

Ao mesmo tempo, a melhora da dinâmica inflacionária e os sinais mais claros do Banco Central de que está disposto a iniciar um ciclo de flexibilização monetária em agosto ajudaram a ancorar boas partes da curva de juros em níveis mais baixos. As taxas se deslocaram da casa dos 13% no início do ano para um patamar mais próximo de 10% no momento.

A curva já tem, atualmente, muitos cortes [nos juros] precipitados. Caso o BC inicie o ciclo com uma redução de 0,25 ponto, acerte para 0,5 ponto na segunda reunião e mantenha o ritmo até o fim do ano, tudo já estaria incorporado



Fernandes, da XP Asset: mercado se antecipou e precipitou muitos cortes

no DI para janeiro de 2024", nota Guilherme Gaertner, diretor da Canus Capital. Ele, inclusive, observa que, mesmo em prazos mais longos, como no DI para janeiro de 2025, posições ganham em apostas na queda de juros "também seriam limitados". "É uma situação delicada, que dependeria de uma melhora de longo prazo para a aposta na queda dos vértices mais longos."

A Canus, assim, avalia que o momento sugere a redução do risco. "O prêmio já cedeu bastante e agora a conta é de detalhe. Já reduzimos bastante as posições na curva de juros nominal, que são mais ágeis. Por outro lado, ainda mantemos uma posição 'tranquila' em juros reais", aponta Gaertner.

O gestor Eduardo Cotrim, da

JGP, faz observação semelhante, ao notar que, nas mínimas dos juros futuros na semana passada, o mercado chegou a precificar a Selic abaixo de 9% em 2024. "Sabemos que o ciclo de subida de juros foi grande e que a taxa chegou a um nível bem restritivo. Tivemos um alívio na inflação na parte de alimentos e administrados, mas ainda vemos uma resistência nos preços de serviços, enquanto a atividade ainda está 'ok', a taxa de desemprego está baixa. Por isso acreditamos que a chance do ciclo ser mais forte do que o que chegou a ser precipitado é pequena."

Um dos pontos de inquérito da JGP no cenário esperado para os juros está na dinâmica da política fiscal. Cotrim aponta que, embora

tenha retirado um risco de explosão da dívida, o arcabouço fiscal ainda contempla crescimento das despesas, o que pode levar a política fiscal a "atrapalhar" a política monetária. "Temos visto o ministro Fernando Haddad, de forma responsável, buscando mais receitas para financiar os gastos. A combinação que devemos ver é a de tentar arrecadar mais para poder gastar mais. Isso indica mais demanda agregada, o que atrapalha o trabalho da política monetária".

Nesse sentido, Cotrim argumenta que, com o arcabouço fiscal atual, será difícil ter uma taxa de juros de apenas um dígito "de forma sustentada". A JGP, no momento, não carrega posições direcionais no mercado de juros, mas começou a montar posições compradas em inflação, em uma aposta de que a surpresa baixa da inflação já passou. "O dólar caiu para R\$4,80; o petróleo ficou abaixo de US\$ 70; tivemos uma queda dos preços de alimentos por causa da safra, mas ainda vemos os núcleos resilientes. Talvez o melhor momento de surpresa positiva da inflação tenha ficado para trás", argumenta o gestor.

Movimentos de queda acentuada da inflação implícita, como o que ocorreu neste ano, costumam atrapalhar o desempenho de curto prazo da NTN-Bs, títulos públicos indexados ao IPCA. No entanto, o cenário aqui em diante deve mudar, avalia Julio Fernandes, sócio e cogestor dos fundos macro da XP Asset Management.

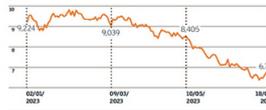
"Em três meses, a inflação implícita recuou de cerca de 4,5% para 4,5% nas mínimas. E a NTN-B é uma forma de apostar na queda dos juros com uma proteção contra a in-

"Talvez o melhor momento de surpresa positiva da inflação tenha ficado para trás"  
Eduardo Cotrim

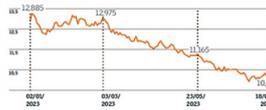
### Alívio expressivo

Melhora na percepção de risco permite queda dos juros futuros

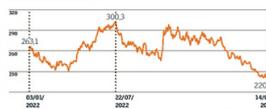
Spread DI jan/29 x Treasury 10 anos (em p.p.)



DI Jan/26 (em %)



Prêmio de risco\* (em p.p.)



Fonte: Itaú Unibanco. \*Modelo de prêmio de risco a partir de volatilidade implícita de 3 meses de taxa de câmbio Real/US\$ e de desempenho relativo do Brasil

flação. Caso a inflação seja menor do que a esperada pelo mercado hoje, o Banco Central poderia cortar um pouco além do que está na curva e ir até a faixa dos 8% a 8,5%, o que também traria ganho aos juros reais. Mas caso a inflação não ceda ou seja maior, você estaria protegido", afirma Fernandes.

Para o gestor da XP Asset, após o rali observado nas taxas nominais nos últimos meses, parece natural que o mercado permaneça "de lado" nos próximos meses. "O mercado se antecipou bastante e colocou muitas quedas no preço antes do ciclo começar, um pouco mais de 4,5 pontos percentuais. É natural que o mercado dê uma pausa e veja o BC entregando um pouco", afirma Fernandes.

Nesse sentido, o estrategista macro Álvaro Frasson, do BTG Pactual, avalia que, embora as taxas pré-fixadas tenham caído cerca de 2,5 pontos nos vértices mais sensíveis à política monetária neste ano, é possível haver espaço para queda adicional dos juros. "Acreditamos que o avanço da reforma tributária no Senado pode melhorar a percepção de risco-país pelo mercado, antecipando uma potencial elevação do rating soberano na precii-

cação de queda do CDS e, dada a correlação, reduzindo as taxas de juros nominais de longo prazo."

Em relatório enviado a clientes, Frasson avalia que, ao observar os prêmios de longo prazo, o ciclo anual se assemelha aos períodos de 2016 a 2019. "Em ambos os ciclos, o comportamento foi similar, em dois estágios: um mais rápido até a média histórica, e outro mais lento, que, após cruzar a média histórica (2,65 pontos), pode chegar próximo às mínimas, em torno de 0,5 ponto", diz o estrategista. "Portanto, acreditamos que a continuidade de das reformas, sobretudo a tributária, pode levar a novas reduções nos prêmios de longo prazo, mas, agora, em ritmo mais lento que o observado nos últimos meses."

É preciso apontar, ainda, que há algum otimismo remanescente entre investidores estrangeiros quanto à possibilidade de queda das taxas locais. Na semana passada, o Cití abriu posição comprada em NTN-B com vencimento em 2027 e acredita que a taxa do papel pode chegar a 9%. E, ontem, foi a vez do Wells Fargo apontar que vê espaço adicional para queda dos juros e indicar que vê o DI para janeiro de 2025 em 9,67%.

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

Seção: Finanças Caderno: C Página: 1