

“Como pode o presidente da República ganhar as eleições e, depois, não poder indicar o presidente do Banco Central? Ou, se indica, ele tem uma data. Estou há dois anos com o presidente do Banco Central do Bolsonaro”  
Presidente Lula para a Rádio Princesa da Bahia em 01 julho, 2024

Nesta carta, vamos apresentar nossas projeções da dinâmica da razão dívida pública líquida/PIB a partir de dois cenários macroeconômicos para os anos de 2024 a 2028.

### PRÊMIO DE RISCO

Percebemos que desde o ajuste e flexibilização da meta fiscal para os anos de 2025 e 2026 anunciada em abril pelo Ministério do Planejamento e Orçamento, o mercado financeiro começou a exigir um prêmio de risco maior, pressionando para cima as taxas de juros para contratos de diversos vértices. Este fato justifica-se por uma maior desconfiança do mercado sobre a intenção do governo em trabalhar pela consolidação fiscal e estabilidade da dívida.

Para complicar o cenário mais desafiador da política fiscal, os ruídos entre o governo, em especial o presidente Lula, e o Banco Central do Brasil (BCB) se intensificaram em junho. Foram várias falas de Lula criticando a atuação do Copom, em especial do seu presidente. Divergências institucionais, fortalecimento do dólar e uma maior incerteza acerca das metas de resultados primários para 2025 e 2026, por exemplo, contribuíram para uma depreciação do Real em relação ao dólar em aproximadamente 13%, em junho.

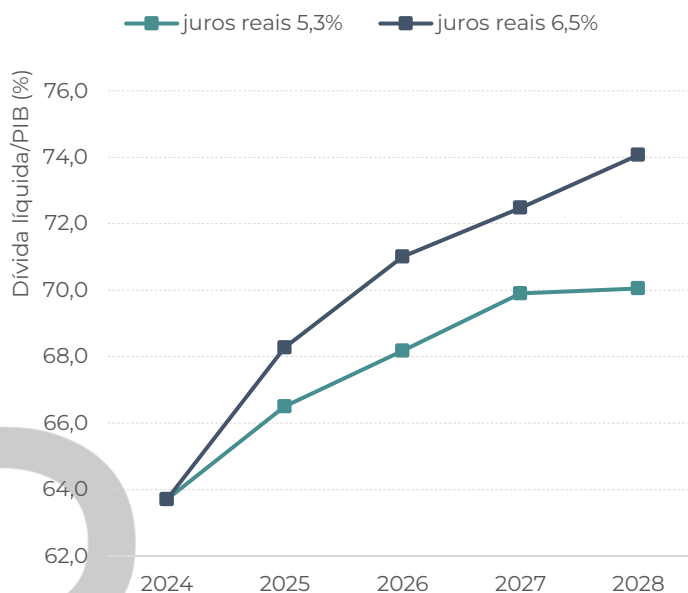
Com efeito, as expectativas de inflação de curto e médio prazos estão aumentando, pressionando para cima a curva de juros e consolidando prêmios de riscos maiores. Por exemplo, um contrato de juros futuro com vencimento em janeiro de 2030 em 3 de junho estava sendo negociado com uma taxa nominal de juros de 11,78%, isto é, o mercado precificava que Selic média até janeiro de 2030 seria de 11,78%. Esse mesmo contrato em 28 de junho estava em 12,41%, com juros reais implícito de 6,48% ao ano, contra 6,08% no início do mês.

### DINÂMICA DA RAZÃO DÍVIDA/PIB

Com isso, realizamos um exercício para entender os impactos dos juros reais sobre a dinâmica da dívida pública/PIB a partir de dois cenários. O primeiro, considera uma Selic mais próxima de 9,0% e IPCA de 3,5%, gerando juros reais na ordem de 5,3% Neste caso, como podemos observar no

Gráfico 1, a razão dívida/PIB cresce dos atuais 64% para 70% do PIB em 2027 e se estabiliza. Ou seja, conseguimos simular uma data a qual a dívida em proporção do PIB deixa de aumentar.

Gráfico 1 – Projeção da razão Dívida pública líquida/PIB: 2024 a 2028



Fontes: Rubik Capital.

Contudo, no cenário de juros reais a 6,5% e maior flexibilização das metas fiscais, nosso exercício mostra uma dinâmica da dívida/PIB crescente, a qual não visualizamos em 2027 e 2028, por exemplo, uma estabilidade do endividamento público. Portanto, entendemos que metas fiscais menos rigorosas, alinhada com ruídos entre o presidente Lula e o Banco Central, estão contribuindo para um maior prêmio de risco e dinâmica da dívida líquida/PIB crescente. O efeito desse novo ambiente é uma fuga para o dólar, pressionando para uma forte depreciação cambial.

A partir desse novo ambiente, a economia pode seguir dois rumos. Primeiro, o governo reestabelece o compromisso fiscal, indicando um ajuste das contas públicas mais severo a partir de 2025 ou 2026, assim reduzindo o prêmio de risco e a pressão sobre a taxa de câmbio e inflação. Ou, o segundo cenário, com piora das expectativas inflacionárias e juros reais altos e persistentes por

um longo período, prejudicando o crescimento econômico em um ambiente de maior volatilidade da taxa de câmbio.

## **PORTFOLIO DE INVESTIMENTO**

No mês de junho a bolsa brasileira apresentou resultado levemente positivo, contrastando com os demais ativos locais. A valorização ocorreu principalmente nas empresas exportadoras, que se beneficiam diretamente da depreciação cambial e possuem grande representatividade no índice local.

Entendemos que os atuais prêmios de risco justificam posição maior que a usual na moeda local e nos títulos de juros reais, com isso, aproveitamos da confortável posição de liquidez para gradualmente aumentar a exposição nestes ativos. Permanecemos com reserva confortável em títulos pós fixados do governo para aproveitar caso os níveis de remuneração projetados aumentem ainda mais.

No exterior os dados mais recentes do setor imobiliário têm colaborado com a visão de desaceleração da economia real, suportados também por dados mais benignos de inflação. Como consequência, temos observado precificação de mais cortes de juros neste ano e mais cedo que o antecipado pelo mercado. Neste contexto, mantemos posição tática vendida no setor imobiliário americano e na curva de juros americana, visando capturar uma redução de taxa de juros maior que a atualmente precificada.

Ressaltamos ainda que os ativos brasileiros apresentam desconto relevante contra os pares emergentes em função da deterioração da expectativa fiscal. Assim sendo, mantemos alocação de risco acima do usual, porém, acompanhamos com cautela os desdobramentos políticos e seus efeitos para o risco dos portfólios, ainda preservando caixa para eventuais novas alocações.