

Panorama Econômico

Setembro de 2020





Intensificação da Crise Fiscal

A dinâmica fiscal insustentável que o Brasil atravessa desde a recessão de 2015, intensificada com a pandemia do Covid-19 e a necessidade de se utilizar uma política fiscal contracíclica, tem apresentado contornos cada vez mais evidentes para os mercados, principalmente para a curva de juros e para os preços dos títulos públicos.

Até agosto deste ano, a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) já avançou 13 p.p. do Produto Interno Bruto (PIB) quando comparado ao montante de dívida do fim de 2019. Esse avanço é explicado pelo crescimento de 2,5 p.p. da dívida mobiliária do Tesouro Nacional (TN) e do avanço de 9,1 p.p. das operações compromissadas que são transações diárias entre o mercado financeiro e o Banco Central (BC) para equilibrar a liquidez do mercado interbancário.

Com a expansão fiscal recente, o BC precisa enxugar a liquidez para garantir que a Taxa Selic esteja na meta estipulada em 2% a.a. Com isso o volume de operações compromissadas aumentam e o impacto disso é direto no endividamento, uma vez que esse componente é contabilizado nos indicadores de endividamento público bruto do governo geral, no qual o BC faz parte.

Para ilustrar essa situação, no panorama econômico do mês de julho deste ano afirmamos que “[...] existe um risco não desprezível de dificuldade de refinanciamento da dívida pública mantido a situação atual [...]”. Essa

situação tem se demonstrado nos resultados das operações do TN com o mercado nos últimos meses.

Esse risco de refinanciamento é caracterizado pelo aumento dos prêmios pagos pelo TN para rolar a dívida. O custo de refinanciamento da dívida pública nos meses de agosto e setembro foi de aproximadamente 4% em termos nominais, sendo que o prazo médio dessa nova dívida colocada em mercado ficou abaixo de 2 anos.

Ou seja, mesmo ofertando papéis majoritariamente de curto prazo (principalmente papéis prefixados de vencimentos curtos), o TN tem pago prêmios bem superiores a atual Taxa Selic de 2%. Essa conjuntura tem dois impactos diretos na condução do endividamento público: (i) eleva-se o custo total da dívida que hoje é de aproximadamente 8% a.a. e (ii) reduz a duração média da dívida que faz com que o TN tenha que rolar mais dívida de curto prazo. Quanto menor a duração da dívida pública, maior é a percepção de risco sobre ela.

Nos últimos meses houve um grande aumento no volume de leilões por parte do TN. No acumulado de doze meses, as emissões de dívida pública no mercado primário foram de aproximadamente R\$ 1 trilhão, maior valor da série histórica iniciada em 2006.

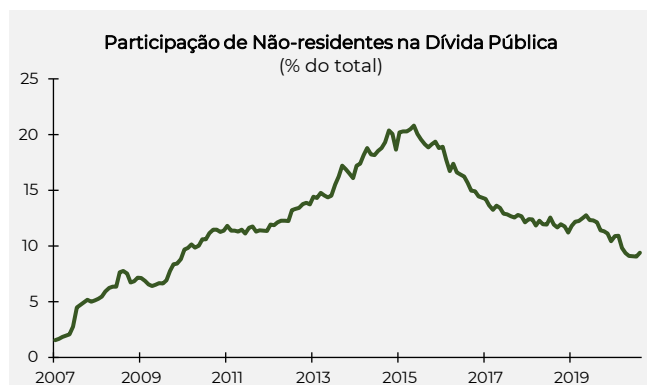
Esse intenso volume de leilões provavelmente será mantido no primeiro semestre de 2021, uma vez que nesse período haverá pelo menos R\$ 500 bilhões em vencimentos da dívida mobiliária do TN.



Esse risco fiscal já mostra reflexos nos ativos de renda fixa de longo prazo. Diante da própria perspectiva de insustentabilidade da dívida pública o spread atual entre um ano e dez anos das taxas prefixadas, ou definido como a inclinação da curva de juros, está atualmente em 589 pontos-base. Maior patamar desde o fim do março quando se agravou a situação pandêmica global.

Além disso, a Taxa Selic implícita na curva de juros precifica um aumento de 2% para 8% entre 2020 e 2022. Se de fato esse cenário se confirmar, os contornos serão dramáticos, uma vez que o custo da dívida tende a aumentar exponencialmente, dado que 50% desta dívida é indexada à Selic.

A participação de não-residentes na dívida mobiliária do TN que chegou em 20% por volta de 2015, hoje está no patamar de 9%. Quando comparado a outros pares emergentes, essa participação fica abaixo da média.



No limite, a incapacidade do governo em ajustar as contas públicas, para frear o crescimento exponencial de despesas

obrigatórias em detrimento de despesas discricionárias, poderá inviabilizar a manutenção do atual patamar da Taxa Selic, uma vez que com o aumento recente do risco fiscal, a taxa neutra de juros (aquela que equilibra a inflação na respectiva meta) poderá ter um aumento.

Estimativas recentes¹ sugerem que o pequeno período de ajuste fiscal entre os anos de 2017 e 2019 (onde foi aprovado a emenda do Teto de Gastos e a reforma da previdência) provocou uma queda de 2,2% na taxa de juros real de longo prazo. A conjuntura atual pode reverter esse processo de ajuste.

Para potencializar essa dinâmica desfavorável, o governo, que vai chegando à metade do mandato, não apresentou uma agenda clara e uma boa articulação política para aprovação de reformas.

Diversas promessas do Ministério da Economia não passaram disso. Abre-se espaço para ideias populistas e com nenhuma razoabilidade, como o formato apresentado pelo governo no dia 28/09 para o financiamento do Renda Cidadã, possível substituto ao Bolsa Família.

A intensificação da crise fiscal está ocorrendo. Não há atalhos e o caminho a ser percorrido deve ser claro e o trâmite crível para fugirmos dessa eterna armadilha nas contas públicas.

¹ Consolidação fiscal, taxa de juros e longo prazo e PIB no Brasil: Resultados preliminares (IPEA, 2020)



Projeções

Indicador	2020		2021	
Crescimento do PIB (% a.a.)	-5,5	=	4,2	=
IPCA (% fim do período)	2,5	▲	3,1	=
Taxa Selic (% fim do período)	2,0	=	3,2	=
CDI (% acumulado no ano)	2,9	=	2,3	=
Desemprego (% fim do período)	22,3	=	17,0	=



Para informações:

(41) 3351 9966

contato@4um.com.br

www.4UM.com.br

Rua Visconde do Rio Branco, 1488 - 4º andar

Curitiba | PR

Ouvidoria-Reclamações: 0800 645 6094



Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir, os quais podem ser obtidos em www.jmi.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. Taxa de administração máxima compreende, além da taxa mínima do fundo, a taxa de administração dos fundos em que o fundo venha a investir. Os investimentos dos fundos de investimento de que trata este material de divulgação apresentam riscos para os investidores, ainda que o gestor da carteira mantenha sistema de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para os fundos de investimento e para os investidores. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.