

“Honrando os compromissos assumidos pelo presidente Lula, com a aprovação da reforma da renda, uma parte importante da classe média, que ganha até R\$ 5 mil por mês, não pagará mais Imposto de Renda.”.  
Fernando Haddad, ministro da Fazenda em 27/11/24

Nesta carta, teremos como foco principal apresentar e discutir os impactos econômicos em decorrência das medidas na área fiscal anunciadas pelo atual governo Lula.

### PACOTE FISCAL

O mercado financeiro e a sociedade aguardavam ansiosamente o anúncio do novo pacote fiscal desenhado principalmente pelos ministérios da Fazenda e do Planejamento, esperando medidas duras e fortes sobre o excesso de gastos públicos e o combate ao desequilíbrio fiscal. A perspectiva girava em torno de um pacto fiscal contracionista e alinhado com a necessidade em se estabilizar a razão dívida bruta sobre o PIB, colocando a economia em um rumo de crescimento sustentável.

Era necessário e fundamental demonstrar claramente o compromisso do atual governo em realizar um ajuste estrutural nas contas públicas, com um corte de pelo menos 70 bilhões de reais nos anos de 2025 e 2026.

Neste contexto, na noite de quarta-feira (27/11), o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, fez um "pronunciamento à Nação" em cadeia nacional de rádio e televisão destacando os primeiros detalhes do plano de contenção de gastos. Apesar de apresentar algumas medidas de contenção de gastos como novo reajuste de salário-mínimo e a restrição maior ao benefício do abono salarial, o ministro apresentou uma política expansionista de isenção do imposto de renda para famílias que ganham até R\$ 5 mil por mês. Em verdade, o pronunciamento do ministro teve um caráter político eleitoreiro, visando as promessas de campanha e as eleições de 2026 com a isenção do IR.

**Resultado:** o mercado financeiro não gostou.

De fato, o canal de comunicação ficou confuso e contaminado pela associação com o anseio político de Haddad e do PT com a campanha presidencial de 2026. E, pelos desafios e riscos fiscais iminentes, o anúncio da reforma do imposto de renda não foi apropriado pelo momento. O sistema financeiro não comprou o argumento de redução de R\$ 70 bilhões nas contas públicas em 2025 e 2026. O risco fiscal aumentou.

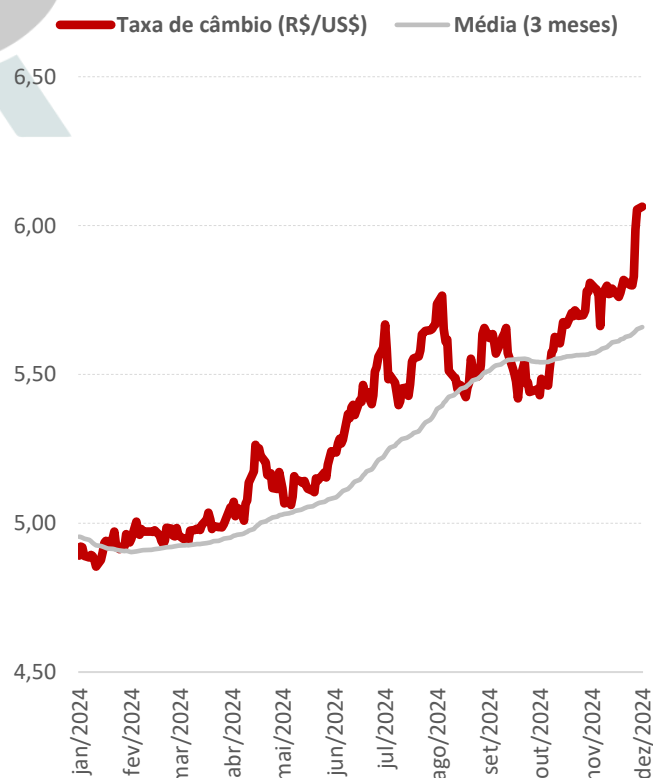
**Consequência:** forte depreciação do Real frente ao dólar norte-americano e aumento da curva de juros futura.

As incertezas em relação ao futuro das contas públicas contaminaram os ativos financeiros, principalmente desvalorizando os preços da renda fixa prefixada e da bolsa de valores de São Paulo.

### MERCADO DE DIVISAS

No mês de novembro, a taxa de câmbio registrou uma depreciação de cerca de 4,8%, passando de R\$ 5,78 para R\$ 6,05. No ano, o câmbio subiu 25%. Com efeito, teremos uma maior pressão inflacionária nos próximos meses e para 2025. Estamos com uma projeção de IPCA para 4,77% para 2024 e 4,70% para 2025. E, o balanço de risco indica pressão de alta da inflação.

O gráfico a seguir destaca a tendência ascendente do câmbio, principalmente após o anúncio "desastroso" do pacote fiscal. O câmbio que estava rodando em cerca de R\$ 5,50 no ano de 2024, agora poderá oscilar acima da casa dos R\$ 6,00, por um longo tempo.



Fontes: Rubik Capital e BCB.

Na atual matriz macroeconômica do Brasil, o câmbio flutuante reflete às incertezas em relação à condução da política fiscal. Assim, desequilíbrios fiscais estruturais influenciam a dinâmica do câmbio contaminando as expectativas de inflação. O Banco Central do Brasil (BCB) elevará a taxa de juros nas próximas reuniões sem previsão de cortes em um horizonte de médio prazo. Com efeito, em 2025, esperamos uma redução no ritmo de crescimento da economia brasileira.

## **PORTFOLIOS DE INVESTIMENTO**

O mês de novembro trouxe uma nova rodada de aumento nos prêmios de risco dos ativos locais. Com o quadro fiscal pressionando as expectativas de inflação, houve forte deterioração na moeda brasileira, na curva de juros e nos ativos de renda variável. Esse cenário exige cautela na alocação de capital, mesmo com os preços dos ativos apresentando quedas que consideramos exageradas.

Atualmente, a curva de juros projeta uma Selic terminal próxima de 15% ao final de 2025, permanecendo em torno de 13,75% para os prazos mais longos. Nesse contexto, os títulos públicos indexados à inflação (NTN-B) atingiram taxas de IPCA + 7,3%, nível extremamente raro, com probabilidade inferior a 0,2% ao analisar a série histórica. Em termos reais, esses títulos dobrariam o patrimônio em 10 anos, caso fossem carregados até o vencimento.

Embora enxerguemos grande potencial nos ativos locais, a desancoragem das expectativas de inflação e o descontrole do gasto público exigem um ajuste fiscal significativo, principalmente nas despesas, para que o governo recupere sua credibilidade junto ao mercado. Isso significa que o prêmio de risco acumulado nos últimos meses dificilmente será revertido no curto prazo, dado o atual comportamento leniente das autoridades na condução fiscal.

Reforçamos que preços depreciados, por si só, não garantem valorização. Não há dados empíricos que sustentem a tese de que os níveis atuais de preços, isoladamente, são motivo para otimismo.

O pacote de cortes de gastos proposto pelo governo segue para análise no Congresso, onde a centro-direita, majoritária, já sinalizou a necessidade de manter o equilíbrio fiscal. Estamos monitorando as votações de perto, preparados para ajustar posições caso haja deterioração adicional no quadro fiscal.

Apesar do ambiente fragilizado, acreditamos que a remuneração oferecida pelos ativos locais justifica um aumento cauteloso na alocação de risco. Entretanto, mantemos vigilância constante e estamos prontos para reduzir posições em caso de piora significativa na condução fiscal.

No exterior, a representatividade da bolsa americana com relação aos portfólios globais nos deixa reticentes com novas alocações, apesar do cenário benigno para as empresas americanas, tanto na fronteira da tecnologia com inteligência artificial quanto com a adição de tarifas e restrições para empresas estrangeiras da velha economia.

A entrada de Donald Trump como presidente, acompanhada de um pacote de estímulos econômicos, pode manter a inflação dos EUA em níveis elevados, limitando o corte de juros pelo Federal Reserve. O momento do ciclo econômico de altos juros reais nas economias desenvolvidas tende a ser desfavorável ao ouro, especialmente por este ser um ativo sem fluxo de caixa. Contudo, a demanda pela commodity tem sido sustentada por bancos centrais, que estão diversificando suas reservas em detrimento do dólar, além de investidores buscando proteção contra tensões geopolíticas crescentes.

Desta forma, mantemos acompanhamento próximo para posicionamento vendido em caso de redução tanto da demanda física das autarquias, como em caso de alívio nos estresses armados globais.

No mercado de crédito local, os spreads atuais não oferecem atratividade suficiente para justificar alocações em ativos de maior risco. Assim, mantemos uma postura conservadora, priorizando títulos soberanos em detrimento de ativos de crédito privado.