



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina 15

04 DE AGOSTO DE 2023

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse será o objetivo de **“O Canário da Mina”**, artigo semanal que a G5 Partners passará a divulgar toda sexta-feira: fugir do “lugar comum” e não se limitar a ser apenas um compêndio do que aconteceu ao longo dos dias anteriores ou do que acontecerá nos próximos; o intuito é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.





Como totalmente esperado, e muito aguardado, o Banco Central do Brasil (BCB) reduziu os juros. Entretanto, se a queda de 0,50 p.p. pode não ser considerada totalmente surpreendente, dado que existia uma divisão clara de “apostas” entre traders e economistas, o placar da decisão sem dúvida foi. Não porque nunca tivesse ocorrido um Comitê de Política Monetária (Copom) dividido, mas porque nunca o presidente do BCB teve que dar o “voto de minerva”. Portanto, vamos usar o “O Canário da Mina” (OCM) de hoje para entender o porquê de o Copom ter tomado essa decisão, como chegamos a uma situação tão dividida e os impactos na trajetória futura da política monetária.

Na semana passada, mostramos que os mercados apostavam em uma redução de 0,50 p.p. na Selic. Atualizando os dados para a véspera da decisão, a curva indicava uma chance de 52% para esse resultado, enquanto o mercado de opção da B3, 60%. Pelo lado dos economistas, o cenário era diferente. Uma pesquisa do jornal Valor Econômico, divulgada na segunda-feira (31/07), apontou que, em um universo de 128 instituições, 82 (64,6%) esperavam uma queda de 0,25 p.p. Valor muito parecido com os números levantados pelo Broadcast: de 88 instituições, 62 (70,5%) projetavam esse patamar de corte. Mas por que essa dicotomia entre economistas e traders?

Acreditamos que o grande ponto de discórdia está no olhar das variáveis. Enquanto os traders olham para frente e veem um fluxo de melhora, os economistas olham para trás e se apegam ao estoque de problemas que ainda precisam ser resolvidos. Portanto, o mercado olha para as notícias e vê uma sequência positiva: a pauta econômica andou, houve o aumento da nota de crédito do Brasil pela Fitch, a meta de inflação foi mantida em

3,0%, com a consequente redução das expectativas e, o mais importante, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) vem perdendo fôlego, inclusive os núcleos e os serviços subjacentes, grupos mais sensíveis à política monetária. Contudo, também devemos reconhecer que, apesar da melhora na margem, os “fios desencapados” continuam abundantes. A pauta econômica andou, mas não se resolveu, uma vez que todos os projetos de interesse da equipe econômica, inclusive o arcabouço fiscal, ainda têm algum passo a dar no Congresso para serem promulgados, o que sempre causa certa dúvida. A melhora da nota é uma boa notícia por si só, mas, na verdade, apenas equiparou o grau da Fitch ao da Moody’s; para chegarmos ao grau de investimento, este sim um “game changer”, ainda faltam dois passos. Por sua vez, a manutenção da meta realmente reduziu as expectativas de inflação de 4,00% para 3,50% (2025), mas chegou apenas no meio do caminho para o objetivo final, 3,0%. Já os núcleos e serviços subjacentes realmente estão desacelerando, porém ainda se encontram em patamares muito altos – 5,53% e 5,93%, respectivamente, segundo o acumulado em 12 meses do IPCA-15, divulgado na semana passada. Portanto, se os traders tentam se antecipar aos movimentos, os economistas tentam não “queimar a largada”, ressaltando as incertezas que ainda existem.

No fim acabou prevalecendo o impacto das boas notícias, principalmente a melhora dos números correntes de inflação. Isso fica claro na principal justificativa do Comunicado para a queda ter sido de 0,50 p.p., e não de 0,25 p.p.: “O Copom avaliou a alternativa de reduzir a taxa básica de juros para 13,50%, mas considerou ser apropriado adotar ritmo de queda de 0,50 ponto percentual nesta reunião em função da melhora do quadro inflacionário”. Entretanto, será que isso seria suficiente para o Copom mudar a visão mais conservadora da ata da reunião de junho, a qual dizia que “A avaliação predominante foi de que a continuação do processo desinflacionário em curso, com consequente impacto sobre as expectativas, pode permitir acumular a confiança necessária para iniciar um **processo parcimonioso** de inflexão na próxima reunião” (grifo nosso)? Obviamente, o que se considera “processo parcimonioso” é muito subjetivo; contudo, tendo em vista um BCB que mantinha os juros em 13,75% a.a. há um ano, parece mais o 0,25 p.p. do que o 0,50 p.p.

A dúvida aumenta após a leitura do Comunicado da reunião. Por exemplo, seu modelo de previsão, que usa a curva de juros do Focus, no qual a redução desta semana seria de 0,25 p.p., mostra uma inflação de 3,4% ao final de 2024 – acima da meta de 3,0%. Isso não seria um grande problema, caso o balanço de riscos para suas projeções estivesse viesado para baixo. Ou seja, se sua previsão estivesse errada, provavelmente o resultado verdadeiro seria abaixo do projetado. Entretanto, esse não foi o caso, uma vez que os riscos de alta e de baixa permaneceram balanceados. Portanto, a sensação que fica é que o texto foi escrito mais para atender à demanda dos quatro diretores que votaram pelo 0,25 p.p. (Fernanda Guardado, Diogo Guillen, Renato Dias e Maurício Moura) do que para explicar o corte de 0,50 p.p.

Mas quem ganhou foram os cinco que votaram pelo 0,50 p.p.: Gabriel Galípolo, Ailton de Aquino, Carolina de Assis, Otávio Damaso e Roberto Campos. O voto para um corte mais agressivo já era esperado dos dois primei-

ros; dos “diretores de carreira”, uma incógnita; e a grande surpresa foi realmente o posicionamento do presidente do BCB. Até porque, pela estrutura de votação do Copom<sup>1</sup>, ele foi o “voto de minerva”. O que fez com que houvesse essa divisão inédita no colegiado e por que Roberto Campos decidiu ficar do lado dos que pleiteavam 0,50 p.p.?

A resposta mais simples seria que essa divisão já tinha aparecido na reunião de junho, quando, como vimos acima, tinha uma “*avaliação predominante*” de que os juros poderiam começar a cair na reunião de agosto. Como não foram “dados nomes aos bois”, fica difícil dizer qual seria a divisão numérica, bem como quais seriam os diretores em cada grupo. Entretanto, se havia apenas oito membros naquela ocasião e a visão era predominante, teriam que ser, pelo menos, cinco. Portanto, se levamos em conta que os votos de Galípolo e Ailton já eram esperados para mais que 0,25 p.p., bastavam mais três dos cinco que já estavam mais abertos ao afrouxamento monetário em junho para fazer a maioria agora. Visto que não há como negar que o cenário melhorou entre uma reunião e outra, talvez não fosse tão difícil angariar esse apoio. No caso de Roberto Campos, pode ter também pesado uma visão mais estratégica da situação: tirando a política monetária e, conseqüentemente, o BCB do foco, haveria menos incentivos para o governo adotar medidas mais heterodoxas que reduziram o impacto da política monetária.

Outro detalhe que chamou a atenção no Comunicado foi a tentativa do BCB de minimizar a extrapolação do otimismo do mercado para as próximas reuniões: “*Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, **unanimemente**, anteveem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões e avaliam que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário*” (grifo nosso). Como discutimos no início do texto, o mercado tende a tentar antecipar os movimentos, e uma “surpresa” como a de ontem pode dar “asas” às apostas. Entretanto, a despeito da tentativa, acreditamos que vai ser difícil “segurar” os traders e podemos partir do pressuposto que, em todas as reuniões daqui para frente, o piso será de 0,50 p.p. e o teto, retrátil.

A conclusão é que, se a decisão de cortar 0,50 p.p. foi surpreendente, pelo fato de a grande maioria dos economistas esperar 0,25 p.p., não se pode dizer que foi uma surpresa. Claramente havia condições econômicas para tal. Talvez a inédita divisão do colegiado tenha chamado até mais a atenção do que o resultado em si. Como estávamos no lado dos que esperavam um corte menor, mudamos nossa projeção para os juros ao final de 2023 de 12,00% a.a. para 11,75% a.a. Para 2024, mantemos 9,00% a.a., pois, se começou mais forte, pode ter que reduzir o ritmo de cortes antes.

<sup>1</sup>Pela Resolução que definiu as regras do Copom, o presidente tem a prerrogativa de “voto de qualidade”, ou seja, ser o último a votar.  
<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=61>.

## Frase da Semana

---

*“Nem tão devagar que pareça afronta, nem tão depressa que pareça medo.”*

Senador Pinheiro Machado

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	2,20	1,80