



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina 23

29 DE SETEMBRO 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.





O persistente impacto da reunião do BC americano sobre os mercados tira até um pouco do “brilho” da Ata da última reunião do COPOM. Entretanto, como prometermos falar dela ao final do OCM da semana passada e, principalmente, porque foi um documento extremamente rico em análises sobre as economias nacional e internacional, vamos cumprir a nossa promessa e tentar entender o que o seu teor nos diz a respeito dos próximos passos da política monetária no Brasil e sobre o próprio cenário atual.

Antes de entrar no conteúdo em si, vamos nos ater um pouco a forma. A Ata da reunião do COPOM da semana passada teve vinte e sete parágrafos contra apenas vinte e três do mesmo documento sobre a reunião de agosto. Sobre a economia internacional foram quatro a mais e o que mais chamou a atenção, na parte da Ata com o título “Cenários e análises de riscos”, o número de parágrafos passou de dez para quinze. Em um primeiro momento podem ser apenas números, mas também pode ser uma boa indicação do que o documento trouxe de mais importante: o BCB vê um cenário mais arriscado a frente, sendo que muitos dos riscos vem de fora.

Posto isso, vamos ao que interessa: o conteúdo da Ata. E vamos começar pelo cenário externo, que vem dando muita dor de cabeça para os investidores nos últimos dias e que chamou a atenção do COPOM, como vimos no parágrafo anterior.

No início do texto ele repete uma parte importante do Comunicado que diz: *“O Comitê notou a elevação das taxas de juros de longo prazo dos Estados Unidos e a perspectiva de menor crescimento na China, ambas exigindo maior atenção dos países emergentes.”* E esse conselho não parece ser apenas uma figura de linguagem ou em aviso retórico. No parágrafo 8 da Ata, o BCB discute o motivo por que as taxas de juros de longo prazo nos países

avançados subiram tanto, dando várias “opções”, como por exemplo, a elevação da taxa de juros neutra, tema que foi tratado no OCM 22. Mas, na sua avaliação, o principal responsável seria uma deterioração das perspectivas fiscais, com destaque para os EUA. Reputamos esta avaliação do BCB como correta, e acrescentamos que isso traz uma perspectiva ruim para os mercados por duas razões. A primeira é que, como tem sido objeto de infindáveis discussões aqui no Brasil, normalmente a piora do cenário fiscal traz como uma consequência, quase direta, a elevação da taxa de juros neutra. Só que os EUA não é um país “normal”. Como tem o “*privilégio exorbitante*”, como descrito por Giscard d’Estaing, de emitir a moeda de curso mundial, a “conta” demora mais a chegar do que para os “simples mortais”, mas aparentemente ela chegou e, como analisado na semana passada, os juros americanos no final do ciclo monetário deverão ser maiores do que estimado anteriormente, afetando diretamente a parte longa da curva de juros nos EUA. Ou seja, a alta de 0,25 p.p. no *yield* do título americano de 10 anos, desde a reunião do BC americano, teve um “bom” motivo para ter acontecido. A segunda razão é que o déficit fiscal americano parece muito mais estrutural do que apenas reflexo de medidas para combater a pandemia. O governo de Joe Biden está empenhado em atrair empresas de volta para os EUA, melhorar a infraestrutura e investir no desenvolvimento tecnológico americano. Quando juntamos isso ao envelhecimento da população, aumentando os custos dos programas Medicare e Medicaid, chegamos ao cenário do FMI de que, se nada for feito, a dívida americana chegará a 136,2% do PIB em 2028, depois de fechar 2022 em 121,7%. Se considerarmos que uma parte do aumento da taxa de juros neutra americana é motivada pela piora da perspectiva fiscal nos EUA, o cenário não é anda animador. Isso não quer dizer que a taxa de 10 ano vai ficar próximo de 5,0% a.a. para sempre, mas também pensar que voltará para níveis próximos de 2,0% a.a., como nos anos antes da pandemia, pode parecer ser muito otimista.

Mas não foi só no cenário externo que o BCB viu o aumento dos riscos se materializarem. Por aqui a Ata também identificou novos problemas, assim como reviveu antigos.

Entre os antigos, podemos destacar o temor de um aumento do preço das commodities e/ou uma desvalorização cambial: “(...) os componentes relativos a bens industriais e preços administrados podem apresentar um comportamento menos benigno do que era anteriormente esperado, em função do movimento recente da taxa de câmbio e do preço das commodities internacionais. O Comitê segue avaliando que a volatilidade inerente aos componentes ligados a alimentos e bens industriais sugere a possibilidade de reversões abruptas, recomendando cautela”. Mas se esse “papo”, apesar de sugerir um “prato requentando”, traz em si uma novidade no “cardápio”: o El Niño.

Sobre o tema, a Ata diz: “Ressaltou-se a incerteza com relação ao El Niño no que tange à sua magnitude, ao período em que o fenômeno teria maior impacto e aos impactos individuais sobre diferentes produtos alimentícios. O Comitê optou por incorporar um impacto relativamente pequeno do El Niño em suas projeções de inflação de alimentos, mas alguns membros enfatizaram os impactos inflacionários no caso de ocorrência de um fenômeno El Niño mais extremo. Ao fim, concluiu-se unanimemente pela necessidade de uma política monetária contracionista e cautelosa, de modo a reforçar a dinâmica desinflacionária.”. Mas o assunto se mostrou tão

relevante para o BCB que no Box *“Evolução recente dos preços de alimentos no Brasil”* do Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de setembro, divulgado na última quinta-feira (28/09), ele reservou uma sessão para mostrar o impacto potencial, estimado pelo mercado<sup>1</sup>, de um El Niño severo.

Outro tema requeitado, mas que nunca perde a “majestade” é o fiscal. Ele andou meio sumido dos últimos documentos do BCB, o que causou até um certo desconforto ao mercado, mas voltou na Ata: *“(…) o Comitê avalia que parte da incerteza observada nos mercados, com elevação de prêmio de risco e da inflação implícita, estava anteriormente mais em torno do desenho final do arcabouço fiscal e atualmente se refere mais à execução das medidas de receita e despesas compatíveis com o arcabouço e o atingimento das metas fiscais. Tendo em conta a importância da execução das metas fiscais já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação e, conseqüentemente, para a condução da política monetária, o Comitê reforça a importância da firme persecução dessas metas.”*. Aqui certamente o BCB deu um recado sutil para quem advoga a alteração das metas fiscais. Que não são poucos no Governo. Entretanto, não basta só cumprir a meta, temos que fazê-lo stricto sensu, ou seja, sem usar subterfúgios, tirando esta ou aquela despesa do cômputo final do superávit primário para fins do Arcabouço Fiscal. Isso lembra muito o governo de Dilma Rousseff e, até por isso, o mercado vai reagir mal a esse tipo de manobra, porque, como diz o adágio popular, *“gato escaldado tem medo de água fria”*.

Nem na Ata, nem no RTI o BCB mostrou a sua previsão do PIB potencial, um assunto que voltou a moda após a combinação de resultados mais fortes de atividade, ao mesmo tempo em que os dados de inflação têm se mostrados mais auspiciosos. Entretanto, ele discute superficialmente isso no parágrafo 11, quando diz que *“o Comitê debateu se o crescimento potencial teria se elevado nos últimos trimestres, devido a reformas regulatórias e avanços institucionais. Ainda que julgue nesse momento prematuro reavaliar o crescimento potencial, o Comitê pondera que a persistência de um crescimento resiliente nos próximos trimestres sem impacto inflacionário pode, no futuro, levar a uma reavaliação do crescimento potencial. Notou-se que cada uma dessas quatro possibilidades tem implicações diferentes para a condução da política monetária”*. Portanto, ele disse que o seu PIB potencial não mudou, mas qual seria o valor? Considerando as suas previsões de hiato do produto (a diferença entre o PIB real e o potencial) divulgadas no RTI, dá a entender que seria algo entre 1,5% e 2,0%. Como já tem gente falando de 2,5%, ainda temos espaço para novidades aqui. Qual a diferença? Quanto mais for o PIB potencial que o BCB incorpora nos seus modelos, mais aberto, ou menos fechado será o hiato do produto e, conseqüentemente, mais baixa poderá ser a taxa de juros terminal.

Por falar em hiato, as revisões que o BCB fez nas suas projeções desta variável mostram o quão difícil será o corte de juros ser acelerado para 0,75 p.p. nas próximas reuniões. A previsão para 2023 passou de -1,5% para -0,8%, ou seja, o crescimento do PIB estará a quase meio caminho do potencial do que estava em junho. Além disso, a Ata voltou a colocar um hiato mais aberto (mais negativo) como condição para acelerar o ritmo de cortes: *“O Comitê julga como pouco provável uma intensificação adicional do ritmo de ajustes, já que isso exigiria surpresas positivas substanciais que elevassem ainda mais a confiança na dinâmica desinflacionária prospectiva. Tal confiança viria*

<sup>1</sup>No Questionário Pré-Copom (QPC) desta reunião, uma das perguntas foi: *“Em cenário de El Niño de intensidade similar à observada em 2015/2016, qual seria o impacto potencial sobre a inflação no Brasil? Que impacto do El Niño você incorpora atualmente a sua projeção?”*.

*apenas com uma alteração significativa dos fundamentos da dinâmica da inflação, tais como uma reancoragem bem mais sólida das expectativas, uma abertura contundente do hiato do produto ou uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços.”.*

A conclusão final foi que a Ata mostrou um BCB mais preocupado, tanto com o cenário interno quanto com o externo, e não sem motivos, como a piora dos mercados a nível global não nos deixam mentir. Entretanto, para além do estresse de mercado, existem fatores locais e internacionais, mais estruturais, que devem levar o nosso BC a ser mais conservador na condução da política monetária. A discussão sobre os juros neutros nos EUA não é uma boa notícia, principalmente se vier embasada na percepção de um risco fiscal maior. Até quando o “privilegio exorbitante” do Dólar vai livrar os EUA do pagamento de um prêmio de risco para a rolagem da sua dívida? E política fiscal por aqui? Além não temos nenhum “privilegio exorbitante” do real para nos blindar, os mercados terão pouca paciência para guinadas heterodoxas na condução da política fiscal. O governo Dilma Rousseff deixou marcas e o mercado não esqueceu das consequências. No meio disso tudo, o BCB tem que conduzir a política monetária no estreito caminho entre não demorar muito para reduzir os juros, sob o risco de abortar uma possível recuperação do consumo e do investimento, e não acelerar demais as quedas, o que poderia acarretar uma desvalorização cambial, levando por terra o seu esforço para “domar” a inflação. Os mais recentes documentos do BCB (Comunicado, Ata e RTI) mostraram que ele tem consciência de todos os riscos e desafios. Portanto, achamos acertada indicação de que os juros fecharão 2023 em 11,75% a.a.. E 2024? Como diria a ministra do Planejamento, Simone Tebet, *“o futuro a Deus pertence”*, mas, por enquanto, não vemos motivos para mudar a nossa projeção de 9,00% a.a.

## Frase da Semana

*“Quando tudo parecer estar indo contra vocês, lembre-se que o avião só decola contra o vento e não a favor dele”*

Henry Ford

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	8,75
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	3,00	1,90