



CARTA SEMANAL

O Canário  
da Mina **29**

10 DE NOVEMBRO 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.



Na semana passada, o Comitê de Política Monetária (Copom) reduziu a taxa Selic em 50 pontos-base (para 12,25%), em linha com as expectativas. O comunicado da reunião abordou, apenas de forma superficial, alguns temas bastante sensíveis para o mercado: a deterioração do cenário internacional e o rumo da política fiscal brasileira. Dito isso, a divulgação da ata da reunião (em 7 de novembro) era amplamente aguardada, pois propiciaria um espaço para aprofundar as discussões que podem eventualmente impactar a trajetória dos juros no Brasil. Nesse contexto, utilizaremos a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para discorrer sobre os principais pontos da ata e a possibilidade de uma alteração no plano de voo da política monetária no curto prazo.

Seguindo a estrutura da ata, vamos primeiro analisar como o Banco Central do Brasil (BCB) está enxergando e ponderando os riscos associados à conjuntura econômica global e nacional.

Sobre o cenário internacional, a autoridade monetária é muito direta: *“o Comitê avalia que a conjuntura internacional se mostra adversa”*. Se, por um lado, o BCB reconhece que a inflação mundial vem arrefecendo por conta da determinação dos Bancos Centrais em apertar a política monetária, por outro, enfatiza que a elevação das taxas de juros internacionais pode prejudicar o processo de desinflação em curso no Brasil. Nesse ponto, ele se refere ao aumento das taxas de longo prazo nos Estados Unidos – cujos catalisadores foram discutidos mais a fundo no OCM nº 27 –, explicitando que uma consequência desse movimento é a restrição das condições financeiras mundiais. No que diz respeito ao outro risco global monitorado, a ata aborda, em passant, o novo conflito no Oriente Médio entre Israel e Hamas, citando que ele contribui para *“um contexto geopolítico incerto”* e para eventuais pressões no preço do petróleo.

Até esse ponto, não houve grandes novidades – de fato, o mercado já estava bastante ciente dessas questões. A dúvida é: sob a ótica do Copom, como os fatores supracitados podem impactar a trajetória prospectiva da política monetária aqui dentro?

Ao comentar os diversos canais de transmissão do aumento da taxa de juros de longo prazo norte-americana para o Brasil (ex.: taxa de juros neutra, preço das *commodities*, preço dos ativos domésticos, câmbio etc.) e o conflito no Oriente Médio, a ata reconhece que *“apesar da gravidade dos acontecimentos [...], a taxa de câmbio e o preço do petróleo tiveram variações até o momento moderadas”*. No entanto, o BCB também admite peremptoriamente que, em virtude da maior incerteza com o cenário internacional, é *“apropriado adotar uma postura de maior cautela”*. Ou seja, ao mesmo tempo que a deterioração do contexto global não trouxe implicações práticas relevantes para a economia e os ativos do Brasil até o momento, ela não pode ser ignorada – e, mais do que isso, deve ser monitorada.

Na análise do cenário nacional, podemos dizer que a ata adota uma abordagem do tipo “morde e assopra” – ora reconhecendo os avanços com o processo de desinflação, ora salientando os desafios ainda existentes.

Pelo lado positivo, a atividade está desacelerando em linha com o esperado, e não há evidência de pressões salariais relevantes, a despeito do mercado de trabalho robusto. Além disso, a diminuição nas concessões de crédito está ocorrendo de forma controlada, e a inflação corrente permanece em trajetória de arrefecimento, com o BCB destacando uma composição benigna de “desaceleração tanto na inflação de serviços quanto nos núcleos de inflação”.

Por outra perspectiva, a ata alerta para os fatores que podem diminuir a potência da política monetária por meio de uma elevação dos juros de equilíbrio, como a reversão de reformas estruturais, o aumento do crédito direcionado e a indisciplina fiscal – inclusive, nesse último ponto, a recente incerteza com relação à meta de resultado primário que será perseguida pelo governo em 2024 foi citada como um fator adicional de risco. Ademais, o Comitê antecipa que, provavelmente, ocorreu um esgotamento no efeito de dois fatores que atuaram como catalisadores para uma redução mais acentuada da inflação neste ano: a queda nos preços dos bens industriais e dos alimentos. Por fim, a autoridade monetária se encontra profundamente incomodada com a desancoragem das expectativas de inflação para prazos mais longos. Esse desconforto fica claro quando verificamos a quantidade de vezes que expressões similares à “ancoragem das expectativas”, “expectativas desancoradas” e “reancoragem das expectativas” foram utilizadas na ata: um total de 8 vezes em um texto com 28 parágrafos; ou seja, na média, uma expressão aparece a cada 3 parágrafos.

De maneira resumida, o cenário internacional tornou-se mais desafiador e requer mais cautela na condução da política monetária daqui para frente, apesar da falta de efeitos negativos concretos até o momento. Na parte local, os avanços com o processo de desinflação estão ocorrendo, mas diversas incertezas continuam pairando no ar, e a falta de ancoragem das expectativas de inflação preocupa o BCB.

Assim como na ata, feita a análise da conjuntura internacional e local, partimos para a discussão sobre a trajetória prospectiva para a taxa Selic.

Já respondendo à pergunta do primeiro parágrafo sobre a possibilidade de uma alteração no plano de voo de curto prazo da política monetária: não, a ata não sugere uma modificação no processo de afrouxamento monetário no curto prazo. De fato, o próprio BCB sinalizou no documento, assim como feito no comunicado, que *“os membros do Comitê concordaram unanimemente com a expectativa de cortes de 0,50 ponto percentual nas próximas reuniões”*. Desse modo, acreditamos que as reduções de 50 pontos-base serão mantidas nos próximos dois encontros do Copom: em dezembro de 2023 e janeiro de 2024.

No entanto, após a discussão sobre o cenário internacional e local, uma pergunta mais pertinente seria: a taxa terminal da Selic pode ser maior do que o previsto anteriormente? Nós acreditamos que, mantida a perspectiva de condições financeiras mundiais mais restritivas, de ameaças geopolíticas, de dúvidas com relação à trajetória fiscal brasileira e de

expectativas inflacionárias desancoradas, muito provavelmente sim; são fatores que anuviam os cenários prospectivos e demandam, como o próprio BCB reconhece, *“serenidade e moderação na condução da política monetária”*.

Entre errar na dosagem de corte de juros para mais ou para menos, o BCB está claramente inclinado à segunda opção. Inclusive, o trecho da ata anterior que continha algumas condições para uma possível aceleração do ritmo de cortes foi retirado da atual, corroborando essa percepção.

Outro ponto no documento que reforça essa postura mais cautelosa está no parágrafo 21, que explicita que um dos membros do Copom acredita que a deterioração do cenário externo *“introduz um viés assimétrico altista no balanço de riscos para a inflação”* – que, na visão conjunta do Comitê, estaria equilibrado. A composição do Copom será outra no ano que vem, e muito provavelmente esse membro mais conservador não participará mais das decisões de política monetária, entretanto a mensagem não deixa de ser dura.

Em suma, a ata aprofundou discussões importantes para uma melhor compreensão da trajetória futura dos juros no Brasil e sinalizou o desconforto da autoridade monetária com alguns desenvolvimentos no cenário internacional e nacional que, apesar de não alterarem o plano do voo no curto prazo, podem contribuir para um ciclo de flexibilização monetária mais branda. Reiteramos nossa expectativa de que a partir da reunião de março de 2024 o BCB reduzirá o ritmo de cortes para 25 pontos-base até o final do ano que vem, com a Selic encerrando 2024 em 9,50% (antes nossa projeção era de uma Selic de 9,00% ao final de 2024).

Independentemente de a taxa de juros ao final desse ciclo ser 50 pontos-base mais alta ou mais baixa do que o que nós – ou o mercado – antevemos, um ponto que parece pacificado até o momento, e que foi reiterado na ata, é a necessidade de a política monetária no Brasil permanecer em território contracionista durante todo o horizonte relevante do BCB, que inclui agora 2024 e 2025. Ou seja, com base nas informações atuais, dificilmente nos próximos dois anos teremos um cenário com uma Selic abaixo de 8,50%<sup>1</sup>. De todo modo, no ano que vem a composição do Copom será bem diferente da atual e, a partir de 2025, a autarquia terá um novo presidente, de sorte que guinadas na política monetária são sempre uma possibilidade. Só o tempo dirá.

<sup>1</sup> Consideramos 8,50% como uma boa aproximação para a taxa de juros nominal neutra do Brasil. Ela considera uma meta de inflação de longo prazo de 3,00%, uma taxa de juros real natural de 4,50% (estimativa do próprio BCB) e um “prêmio” de 1,00%.

## Frase da Semana

*“Não existe essa coisa de ciência aplicada, apenas aplicação de ciência.”*

Louis Pasteur

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,70	3,70
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,50
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	3,00	1,90