



CARTA SEMANAL

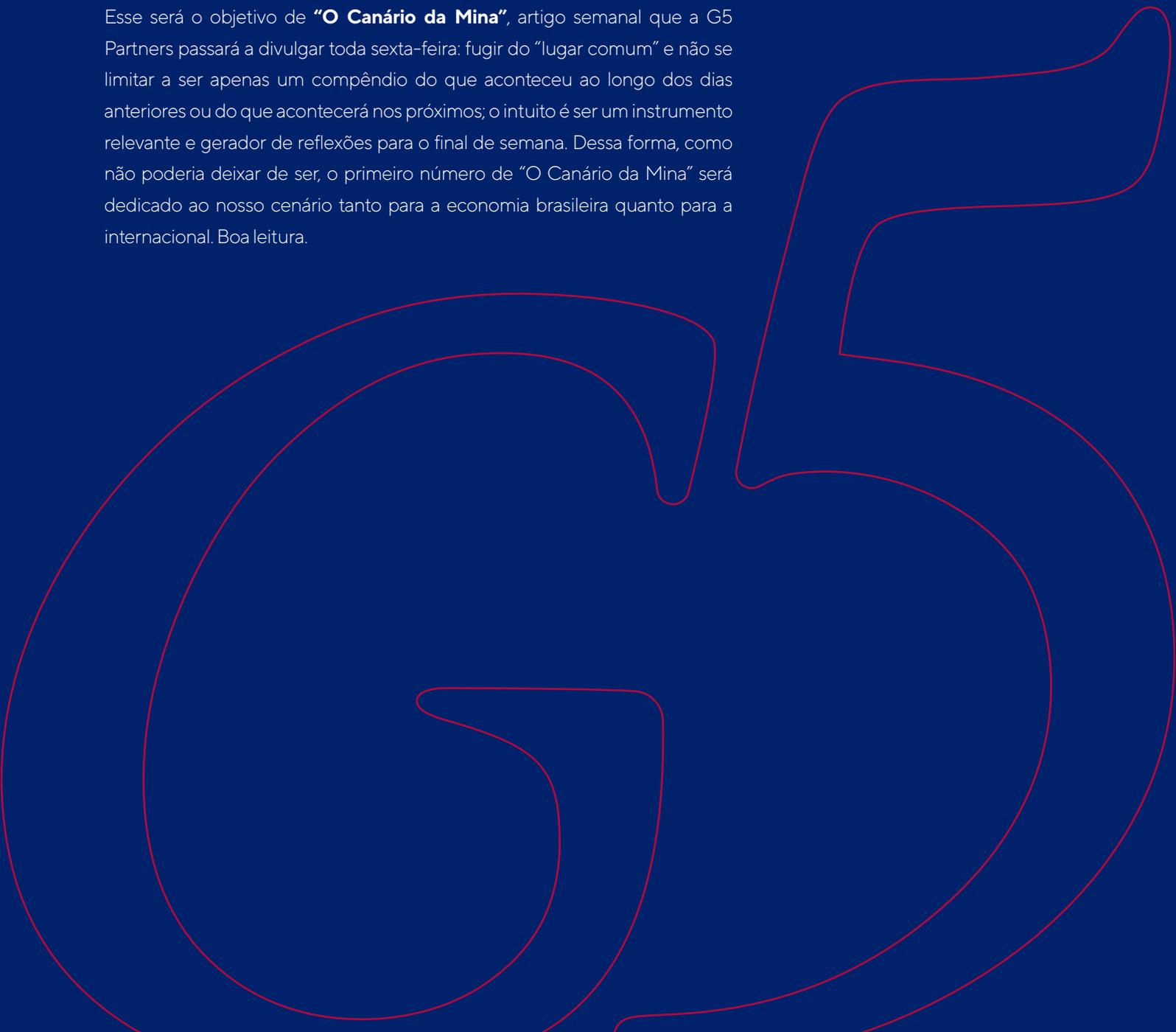
O Canário da Mina 1

28 DE ABRIL 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. Dessa forma, como não poderia deixar de ser, o primeiro número de “O Canário da Mina” será dedicado ao nosso cenário tanto para a economia brasileira quanto para a internacional. Boa leitura.





Como em uma peça de teatro, os atores principais só entram no palco quando este já está montado. Portanto, para falar da economia brasileira, temos que, primeiro, montar o cenário em que ela vai se apresentar, por isso começamos pela economia internacional. Podemos dividir os temas de interesse em dois principais países: China e Estados Unidos.

A China, que afeta mais diretamente o Brasil através das contas externas, terá um ano de recuperação cíclica, o que deve fazer com que a meta de crescimento do governo chinês (5,0%) seja facilmente ultrapassada. Mas, o que queremos dizer com “recuperação cíclica”? Para entender isso, podemos observar o que aconteceu no Brasil em 2022 com a reabertura da economia: um crescimento baseado no consumo, principalmente nos serviços. Para quem estiver achando estranho falar em “reabertura da economia” a essa altura do campeonato, devemos lembrar que, até o final do ano passado, a China estava com uma política de tolerância zero em relação à covid-19, que impactou a economia a ponto de seu crescimento ser praticamente igual ao nosso (3,0% vs. 2,9%). Portanto, deveremos ter um crescimento chinês diferente daquele a que nos acostumamos nas últimas décadas: mais consumo do que investimento.

Além da recuperação cíclica, outra questão que deve fazer com que o investimento não seja o motor do crescimento chinês é a crise do setor imobiliário chinês. Os preços dos imóveis caem há 10 meses, e os problemas com as incorporadoras chinesas estão longe de serem resolvidos. Inclusive, a forma como será equacionado esse problema vai definir o nível de crescimento potencial da China, que já deverá ser mais baixo pelo fim do bônus demográfico chinês — que ajudou no crescimento nas últimas décadas. Para os ativos

brasileiros, poderemos ter problemas com os minerais metálicos, mas as commodities agrícolas deverão ver sua demanda pela China sustentada.

Se a China não deve ser um problema em 2023, o mesmo não pode ser dito dos EUA, que já tinha um problema sério, a inflação, e agora se depara com outro pior, uma crise bancária.

Apesar de o “pontapé inicial” da inflação americana ter sido um choque de oferta, ao longo do tempo se mostrou claramente um problema de demanda; o maior exemplo disso é o mercado de trabalho. Interessante notar que o principal ponto de pressão não é a taxa de desemprego em si, mas a discrepância entre o número de vagas abertas e o número de desempregados, atualmente ao redor de 4 milhões. Como a única lei universal que ainda não foi contestada é a da oferta e da demanda, se há mais demanda do que oferta de trabalho, a consequência é o aumento do preço, que nesse mercado são os salários, colocando a economia americana perigosamente próxima de uma espiral preço-salário. O que torna a situação ainda mais delicada é que parece haver uma questão estrutural importante nesse desequilíbrio: a redução da força de participação. Em economia, dificilmente ocorrem coincidências; por isso, o fato de cerca de 4 milhões de trabalhadores terem deixado o mercado, considerando os padrões pré-pandemia, mostra que pode ser mais complicado do que o usual equilibrar o mercado de trabalho. Entretanto, o fato de mais de 30% dessa queda do número de trabalhadores disponíveis ter vindo da redução da imigração pode atenuar esse problema por dois motivos: primeiro porque a queda do número de imigrantes se deve às leis draconianas sobre o tema aprovadas durante o mandato de Donald Trump; ou seja, basta que Joe Biden revogue essas leis – o que, a propósito, era uma de suas promessas de campanha – para que a situação se normalize nos próximos meses. O segundo motivo é que, se for isso mesmo, o desequilíbrio, embora estrutural, pode não ter um impacto tão forte nos salários, como os números poderiam indicar. Isso, porque estaria havendo, na verdade, um desencontro entre o perfil da vaga aberta e a capacitação do candidato, visto que as atividades comumente exercidas pelos imigrantes são descartadas pelo imigrante médio. Dessa forma, o “preço” do mercado não estaria tão pressionado quanto os dados sugerem.

De qualquer forma, o núcleo do Índice de Preços ao Consumidor (CPI, na sigla em inglês) está em 5,6%, bem longe da meta de inflação de lá: 2,0%. Por questões metodológicas, acreditamos que esse índice possa chegar a 4,0% até o final do ano, uma queda razoável com relação aos 6,6% de setembro de 2022, mas ainda longe dos 2,0% buscados pelo banco central americano (FED). Ou seja, considerando tudo que falamos até agora, nossa conclusão inicial era que o FED teria que continuar a subir os juros, atualmente em 4,75% a.a.¹, para níveis próximos de 5,50% a.a. até o final de 2023. Entretanto, no meio do caminho havia uma crise bancária.

¹Os juros são estipulados pelo FED através de uma banda e sempre que nos referirmos a eles falaremos do piso.

Em 10 de março, deu-se o colapso do Silicon Valley Bank (SVB), seguido do Signature Bank, levando os órgãos reguladores americanos, incluindo o FED, a tomar medidas emergenciais para tentar controlar o problema. Contudo, apesar de estas terem afastado o risco iminente de colapso do setor bancário americano, não amenizaram totalmente o impacto do evento na concessão de crédito dos bancos regionais americanos. Aqui cabe um parêntese importante: o sistema bancário americano é totalmente diferente do brasileiro, por isso, ao ouvirmos que um banco regional teve problema, concluímos equivocadamente que o impacto será limitado. Porém, nada menos que 50% de todo o crédito para as empresas comerciais e industriais originam-se nos bancos regionais, daí a importância deles para os EUA. Tanto que, após a reunião de março do FOMC (o COPOM americano)², seu presidente, Jerome Powell, afirmou que a crise bancária foi como se tivesse havido um aumento extraordinário dos juros por parte do FED. Então, a primeira conclusão é que os juros vão subir menos nos EUA, por isso mudamos nossa projeção para os juros americanos ao final de 2023 para 5,00% a.a., com apenas mais uma alta na reunião da semana que vem (quarta-feira, 3 de maio), mantendo esse patamar até o fim do ano. Aqui temos o primeiro problema para nós. O mercado de juros americano indica uma taxa básica

para o final de 2023 de aproximadamente 4,25% a.a.; ou seja, se estivermos certos, poderemos ver uma forte reprecificação nos próximos meses, afetando principalmente os ativos mais arriscados, como os brasileiros. O pior é que a outra opção também não seria boa: se estivermos errados, isso significa que a economia americana vai entrar em uma recessão mais forte do que esperamos, único caso em que vemos o FED reduzindo os juros até o final do ano, o que também não seria bom para os mercados. Então, estaríamos em um “beco sem saída”? Talvez não, por outro efeito colateral da crise bancária americana: o aumento da liquidez.

A reação natural de qualquer banco central em um evento de corrida bancária como vimos em março é dar liquidez ao mercado para manter os bancos mais problemáticos na “linha d’água”, evitando assim um efeito dominó no sistema. E foi o que o FED fez. Do início do aperto monetário até fevereiro deste ano, o BC americano tirou cerca de USD 600 bilhões; porém, nas semanas pós-SVB, devolveu USD 350 bilhões. Esse dinheiro tem que ir para algum lugar. Portanto, pensando na economia brasileira, por mais paradoxal que possa parecer, a crise bancária nos EUA acabou sendo positiva, porque reduziu o tamanho do aperto monetário do FED, aumentou a liquidez no sistema e enfraqueceu o dólar – música para os ouvidos para o Banco Central do Brasil (BCB). Será que vamos aproveitar?

Um provérbio gaúcho diz que “cavalo encilhado só passa uma vez”, mas parece que os políticos brasileiros não acreditam nessa máxima, pois sempre perdem as oportunidades que os mercados internacionais nos dão, o que nos faz lembrar de uma frase de Roberto Campos, o avô do atual presidente do BCB: “O Brasil não perde

²Federal Open Market Committee.

oportunidades de perder oportunidades”. Todas as condições estavam dadas para surfarmos essa nova onda positiva: um governo novo e mais bem avaliado pelo investidor estrangeiro que o anterior, um ciclo de política monetária que já dava para antever uma redução dos juros e uma Reforma Tributária madura para ser aprovada. O problema é que as coisas já começaram a desandar desde o período de transição para o novo governo, com a PEC da Transição. Ninguém duvidava que havia a necessidade de recompor o orçamento de 2023, mas os quase R\$ 200 bilhões liberados superaram as projeções mais pessimistas, aumentando a pressão para que o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, apresentasse um novo arcabouço fiscal. Ao que parece, as intenções iniciais do ministro até eram boas, mas as pressões políticas acabaram tornando a peça fiscal mais um gerenciamento de despesas do que um pacote de equilíbrio fiscal. Inclusive a política tem sido o calcanhar de aquiles do governo Lula. Seja em discussões infrutíferas sobre a meta de inflação, seja em ataques diretos ao presidente do BCB, Roberto Campos, e sua independência, o que o governo fez até agora foi aumentar a volatilidade dos ativos brasileiros, reduzir as chances de uma diminuição dos juros em curto prazo e, conseqüentemente, piorar as projeções de crescimento da economia, tanto para este ano quanto para o ano que vem.

Mesmo com todas as pressões, ainda acreditamos que haja espaço para uma redução dos juros em junho de 2023, com a Selic fechando o ano em 12,50% a.a. Pode parecer estranho dizer isso, mas a inflação corrente não será determinante para isso. As medidas tomadas por Bolsonaro para reduzir os preços dos combustíveis, que levaram o IPCA à deflação em julho (-0,68%), agosto (-0,36%) e setembro (-0,29%), fizeram com que os números de inflação ficassem totalmente distorcidos desde então. Do mesmo modo que a inflação em 2022 deveria ser algo ao redor de 8,50% (e não 5,78%, como foi), a inflação neste ano, que deveria ficar mais próxima de 4%, deve ficar em 6,1%, segundo nossas projeções. Ou seja, de qualquer forma, teremos uma taxa acumulada de aproximadamente 12% no biênio 22/23, mas, em vez de alcançarmos esse valor com uma tendência de desaceleração, isso vai acabar ocorrendo por meio de uma estabilidade com viés de baixa. Tanto que a atual trajetória do acumulado em 12 meses do IPCA – que, provavelmente, chegará a menos de 4% em junho – será revertida no 2º semestre pelo efeito-base. Então, o que abrirá espaço para a redução?

Primeiro consideramos que o cenário externo, por tudo que citamos, vai ajudar. Segundo, se o mercado de crédito para Pessoa Física (PF) já estava piorando, seguindo o que seria esperado para o nível atual de juros, o caso das Americanas foi como um catalisador para o crédito para Pessoal Jurídica (PJ). Assim como no caso dos EUA, onde a crise bancária limitou o nível da FED Fund (a Selic americana), no Brasil, o caso das Americanas abre espaço para uma antecipação da redução da Selic.

Essa diminuição é indispensável para que o crescimento em 2023 fique ao redor de 0,90%, como projetamos. Esse número pode até não parecer ruim para o histórico recente da economia brasileira, entretanto temos que considerar que esse resultado se deve, basicamente, a dois fatores: o carregamento estatístico (0,2 p.p.), que nada mais é do que uma ilusão matemática, e o PIB agrícola (0,6 p.p.), resultado da safra recorde. Como a comercialização da maior parte da colheita da soja ocorre no 1º trimestre do ano, devemos ter um resultado expressivo nesse período, o que pode escamotear a verdadeira situação econômica do país. Ou seja, o número pode até vir bom, mas a sensação econômica dificilmente o acompanhará.

Portanto, temos um cenário em que os riscos externos e internos são bastante elevados. Na China, a recuperação da economia estará muito ligada à reabertura, com a possibilidade de problemas no mercado imobiliário chinês estarem sempre no radar. Nos EUA, aos imensos problemas que já existiam, como a inflação e a possível recessão, foi acrescida uma crise bancária, que não foi ainda totalmente resolvida e terá impactos incertos sobre a economia. No Brasil, mesmo com o cenário externo não tão ruim para nossa economia como possa parecer a princípio, os ruídos políticos nos impedem de agregar esse vento de popa (tailwind). A discussão sobre a meta de inflação é um exemplo disso: o governo quer mudar a meta porque deseja que o BCB reduza os juros; este diz que só reduz os juros quando as expectativas de inflação estiverem ancoradas, mas estas estão desancoradas em grande parte porque o governo quer mudar as metas... e assim vamos. Talvez com a aprovação do arcabouço fiscal, o início da tramitação da Reforma Tributária, a redução dos juros e o silêncio obsequioso do governo, possamos montar esse cavalo que nos é apresentado e não percamos outra oportunidade.

Frase da Semana

“Sem dados você é apenas uma pessoa com opinião.”

W. Edwards Deming

| G5 Partners | 2022 | 2023 | 2024 |
|---------------|-------|-------|------|
| IPCA (%) | 5,79 | 6,10 | 3,80 |
| SELIC F.P (%) | 13,75 | 12,50 | 9,75 |
| Câmbio | 5,28 | 5,30 | 5,50 |
| PIB | 2,90 | 0,90 | 2,00 |