



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 10

30 DE JUNHO 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.





Sabemos que o tema política monetária no Brasil já deu. Também não nos passou despercebida a constatação de que, nesta curta vida de “O Canário da Mina” (OCM), já falamos sobre esse assunto em três dos nove textos anteriores. Entretanto, os acontecimentos da semana foram relevantes o bastante para voltarmos ao tema. Em sequência, tivemos a ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-15) de junho, o Relatório Trimestral de Inflação (RTI) e a reunião do Conselho Monetário nacional (CMN) para decidir a meta de inflação para os próximos anos. Todos contribuíram para a percepção de que os juros vão começar a cair na próxima reunião do Copom, em 2 de agosto. Portanto, vamos usar o OCM de hoje para tentar “virar a página” desse assunto, mostrando por que o mercado chegou a essa conclusão, focando a ata e a reunião do CMN.

Depois de um comunicado considerado um tom acima do que seria esperado para um Banco Central que estava em vias de reduzir os juros, a ata da última reunião do Copom veio mais branda. Mas não deixou de manter o suspense, uma vez que o leitor passa praticamente o documento inteiro com a certeza de que o corte estava mais longe do que perto. Por exemplo, a melhora recente da inflação, que embalou o otimismo com uma redução dos juros em agosto, foi totalmente minimizada na ata: “A inflação ao consumidor se reduziu no período recente, com destaque para as dinâmicas em bens industriais e alimentos. Os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, que apresentam maior inércia inflacionária, apresentaram uma incipiente melhora, mas mantêm-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação”. Da mesma forma, a diminuição das expectativas de inflação do Focus, vista nas últimas semanas, também foi colocada em perspectiva: “As expectativas de inflação seguem desancoradas das metas definidas

pelo Conselho Monetário Nacional, tendo havido uma pequena diminuição da desancoragem na margem. O Comitê segue avaliando que expectativas desancoradas elevam o custo de trazer a inflação de volta à meta. Ressaltou-se novamente que o comportamento das expectativas é um aspecto fundamental do processo inflacionário, uma vez que serve de guia para a definição de reajustes de preços e salários presentes e futuros. Assim, com a elevação de expectativas, há uma maior pressão para elevação de preços no período corrente e o processo inflacionário é alimentado por essas expectativas. Também foi ressaltado que a ancoragem de expectativas é um elemento essencial para a estabilidade de preços”. Nessa parte do documento, o BCB dá o primeiro recado, mesmo que discreto, da importância da reunião do CMN de quinta-feira (29/6): “Nesse contexto, o Comitê reforça que decisões que induzam à reancoragem das expectativas e que elevem a confiança nas metas de inflação contribuiriam para um processo desinflacionário mais célere e menos custoso, permitindo flexibilização monetária”. Então, chegamos à parte final da ata, onde a desesperança com relação ao corte se cristaliza. O parágrafo 17 diz que “O Comitê avalia que a conjuntura, marcada por expectativas desancoradas para prazos mais longos e caracterizada por um estágio do processo desinflacionário que tende a ser mais lento, requer parcimônia e cautela na condução da política monetária”. Em seguida, o documento atinge o ápice do conservadorismo ao discorrer sobre os perigos de se fazer um afrouxamento monetário prematuro: “O Comitê unanimemente avalia que flexibilizações do grau de aperto monetário exigem confiança na trajetória do processo de desinflação, uma vez que flexibilizações prematuras podem ensejar reacelerações do processo inflacionário e, conseqüentemente, levar a uma reversão do próprio processo de relaxamento monetário. A materialização desse tipo de cenário pode impactar negativamente não apenas a credibilidade da política monetária, mas também as condições financeiras”.

Aqui vamos fazer um parêntese antes de continuar. A ministra do Planejamento, Simone Tebet, ao comentar a ata, disse: “a impressão que eu tenho é que o comunicado é feito por um órgão e a ata é feita por outro”. Ela poderia ser mais específica e afirmar que parece que quem escreveu o documento até o parágrafo 18 da ata foi diferente de quem escreveu o trecho posterior.

Fechado esse parêntese, vemos que, após induzir a percepção de que não haveria espaço para cortes, no parágrafo 19 o texto dá uma volta de 180° e praticamente diz que os juros vão cair em agosto: “Nesse debate, observou-se divergência no Comitê em torno do grau de sinalização em relação aos próximos passos. A **avaliação predominante** foi de que a continuação do processo desinflacionário em curso, com conseqüente impacto sobre as expectativas, pode permitir acumular a confiança necessária para **iniciar um processo parcimonioso de inflexão na próxima reunião**. Outro grupo mostrou-se mais cauteloso, enfatizando que a dinâmica desinflacionária ainda reflete o recuo de componentes mais voláteis e que a incerteza sobre o hiato do produto gera dúvida sobre o impacto do aperto monetário até então implementado. Para esse grupo, é necessário observar maior reancoragem das expectativas longas e acumular mais evidências de desinflação nos componentes mais sensíveis ao ciclo” (grifo nosso).

Entretanto, também vemos nesse parágrafo que existe uma minoria que considera esse movimento precipitado; uma das justificativas para isso é, novamente, a desancoragem das expectativas de inflação. A ligação entre a redução dos juros no próximo encontro do Copom e a reunião do CMN vem no parágrafo 20 da ata: “as expectativas de inflação apresentaram algum recuo, mas seguem desancoradas, em parte em função do questionamento sobre uma possível alteração das metas de inflação futuras. O Comitê avalia que **decisões que reancorem as expectativas podem levar a uma desinflação mais célere**” (grifo nosso). Quais seriam as decisões? Principalmente manter as metas de inflação em 3,0% para os próximos anos. Por isso, a reunião do CMN da quinta-feira (29/06) pode ser considerada um divisor de águas para a política monetária brasileira em 2023. Pode-se ver isso também por meio de uma simples inspeção dos dados.

Em 18 de janeiro deste ano, em entrevista para a Globo News, Lula fez a seguinte declaração: “Você estabelece uma meta de inflação de 3,7%. Quando faz isso, é obrigado a arrochar mais a economia para atingir a meta. Por que precisava atingir 3,7%? Por que não fazia 4,5% como nós fizemos?”. Esse foi o primeiro de muitos ataques sobre a meta de inflação que tanto o presidente quanto seu entorno fizeram ao longo dos primeiros meses do governo do PT. Antes dessas declarações, a expectativa para o IPCA de 2025¹, segundo o Focus, era de 3,25%; na semana seguinte à entrevista à Globo News, passou para 3,50%. Em fevereiro, o governo aumentou a pressão, e dirigentes do PT cogitaram acabar com a independência do BCB e/ou tirar Roberto Campos Neto do comando da autarquia. As expectativas para 2025 chegaram a 3,80%. No início de abril, Lula voltou a defender a mudança da meta de inflação: “Eu não sei se foi para algum de vocês que eu vi uma frase esses dias, que eu não sei se foi dita pelo presidente do Banco Central, de que para atingir a meta de 3% precisaria ter juros de 20%. Olha, eu não sei se foi verdade, se ele disse isso, mas é, no mínimo, uma coisa não razoável de ser dita, porque se a meta está errada, muda-se a meta. O que não é compreensível é imaginar que o empresário vai tomar dinheiro emprestado a essa taxa de juros”. Bem, na segunda semana de abril, as projeções do Focus para 2025 chegaram a 4,00%, ficando estável nesse patamar até o início de junho, quando as especulações a respeito da manutenção da meta em 3,0% começaram a aparecer e as projeções passaram a ser reduzidas até chegar aos atuais 3,80%. Portanto, fica claro que a verborragia governamental contribuiu com 75% para a desancoragem das expectativas de inflação² e, apesar de não ser uma conta exata, podemos esperar que, com o assunto da meta ultrapassado, estas venham para patamares entre 3,00% e 3,50% — muito mais palatável para a política monetária.

Outro assunto levantado pela ata, que vale a pena discutir, é a mudança da taxa de juros real de 4,0% para 4,5%. Ela pode postergar a queda dos juros? A resposta é não. A mudança dessa variável apenas altera o ponto de chegada, e não o de partida — que, mesmo com essa mudança de 0,5 p.p., ainda está muito acima de qualquer patamar que se julgue neutro. Uma forma simples de exemplificar esse argumento seria considerar a convergência da inflação para a meta (3,0%) e verificar que a taxa nominal de equilíbrio passou de 7,0% para

¹ Por que não usar 2024? Porque as expectativas para esse ano estariam “poluídas” pela inflação corrente de 2023 via inércia.

² Os outros 25% ficam na “conta” da PEC de Transição.

7,5%. Simples assim. O que nos leva a outra constatação: se a Selic para o final de 2026 está em 8,75% a.a., e a projeção para o IPCA para o mesmo período está em 3,72%, temos que o mercado não acredita nessa projeção do BCB e está trabalhando com uma taxa de juros real neutra ao redor de 5,0%, o que não impediu o próprio Focus de projetar uma queda de 0,25 p.p. para a reunião de agosto, mesmo antes dessa ata.

A conclusão é que tivemos uma semana que foi o divisor de águas para a política monetária. A ata da última reunião do Copom deu a indicação de que os juros vão cair na próxima reunião, e a decisão do CMN de manter a meta de inflação em 3,0% viabilizou essa queda. A dúvida agora fica por conta da intensidade das quedas e até onde esse processo de redução pode ir. Questões muito mais salutares para a economia do que as diatribes do governo contra o BCB e a meta de inflação. Por enquanto, esperamos uma queda de 0,25 p.p. na reunião de agosto, fechando o ano em 12,50% a.a. e com o final do ciclo entre 8,5% a.a. e 9,0% a.a.

Frase da Semana

“Não é triste mudar as ideias, triste é não ter ideias para mudar.”

Aparício Torelly (Barão de Itararé)

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	12,50	9,75
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	2,30	1,80