



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 14

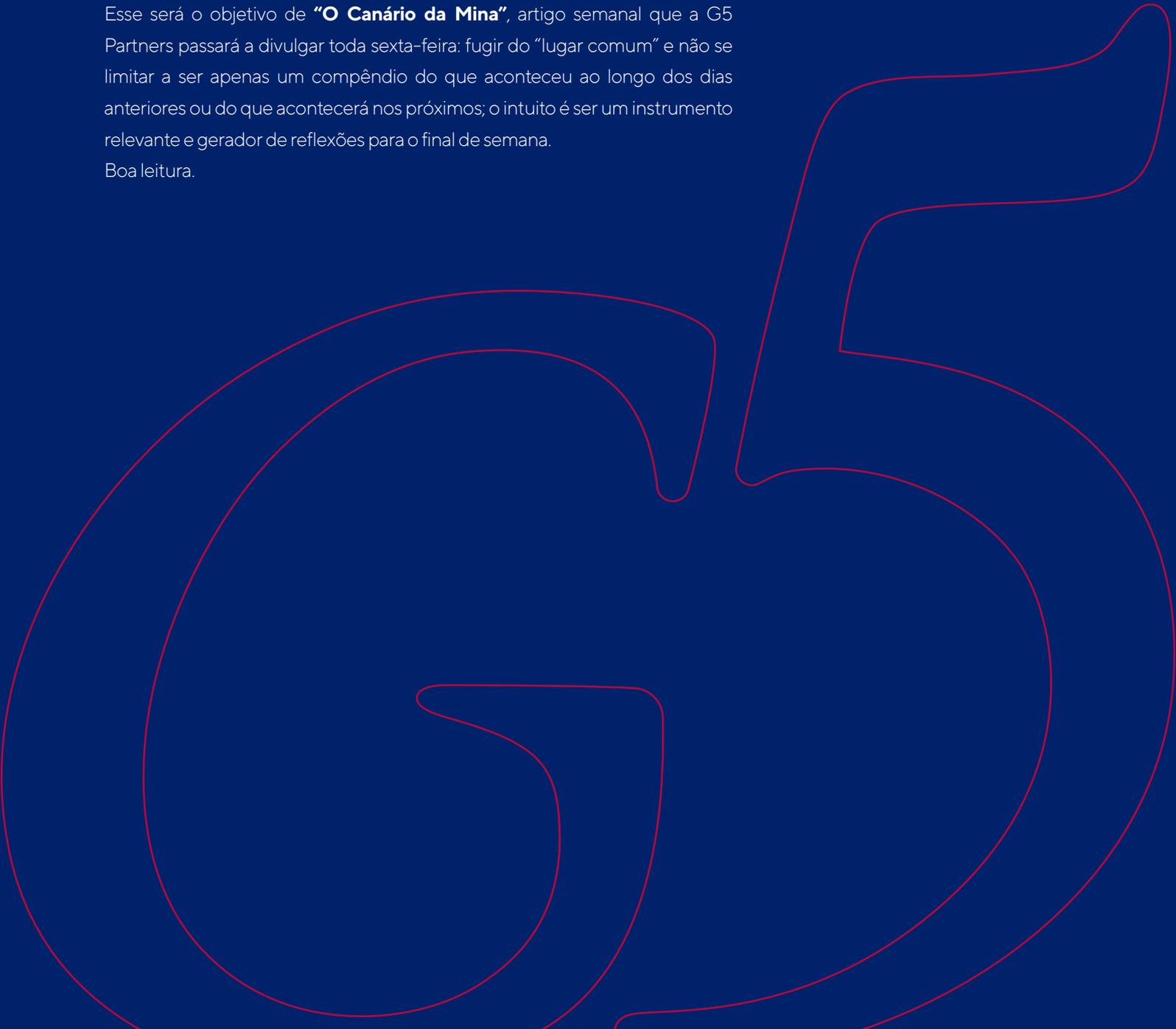
28 DE JULHO DE 2023

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 que vem (quarta-feira, 2 de agosto), haverá a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) e, se até um mês atrás a discussão era se teríamos ou não um corte, agora a questão é se este será de 0,25 p.p. ou 0,50 p.p. As notícias da semana aumentaram as chances de uma redução mais agressiva, mas continuamos acreditando que esta será mais parcimoniosa. Portanto, vamos usar o “O Canário da Mina” (OCM) de hoje para mostrar como estão as apostas para a reunião do Banco Central do Brasil (BCB) da semana que vem, como o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-15) e o aumento da nota de crédito do Brasil as alteraram e o porquê de mantermos nossa expectativa de um início de afrouxamento monetário mais conservador.

Podemos acompanhar as “apostas” para o resultado da reunião do Copom de duas formas: a primeira, por meio de uma opção negociada na B3, onde os investidores podem fazer suas apostas para o evento (de forma mal comparada, como se fosse em uma “bet”); a segunda, por meio da curva de juros, que poderíamos considerar mais “técnica”. No primeiro caso, atualmente existe uma probabilidade de 65,0% para um corte de 0,50 p.p. e de 33,5% para uma redução de 0,25 p.p. O restante, para completar 100%, se divide, quase igualmente, entre manutenção dos juros em 13,75% a.a. e redução de 0,75 p.p. ou 1,00 p.p. No caso da curva, as chances são de 74,8% para um corte de 0,50 p.p. e de 25,2% para um de 0,25 p.p. Ou seja, em ambos os mercados, as apostas são de um início de cortes mais forte. Será que foi sempre assim?

Fazendo dois recortes temporais – o primeiro logo após a ata da reunião de junho (28/06) e o segundo, a sexta-feira da semana passada (21/07), notamos que a percepção de que haveria espaço para cortes mais fortes

na reunião de agosto foi crescendo gradativamente. No caso da B3, no dia 28 de junho a chance de uma queda de 0,25 p.p. era de 63,00%, a de uma redução de 0,50 p.p. era de 17%, mesmo valor para a manutenção. Na curva, a chance de uma redução de 0,25 p.p. não era muito distante da opção da B3, 73,00%, com a precificação de 0,50 p.p. em 27%. Uma bela mudança com relação ao cenário atual. Voltando apenas uma semana no tempo, a redução de 0,25 p.p. ainda era a mais provável, com 47,00%, mas já muito próxima da de 0,50 p.p., 43,00%. No caso da precificação da curva de juros, o corte de 0,50 p.p. já tinha ultrapassado o de 0,25 p.p., com 66% de chance, mas ainda estava abaixo dos níveis atuais. A conclusão é que, desde que o BCB deu a entender que o início do afrouxamento monetário seria em agosto, o mercado, paulatinamente, migrou para uma aposta mais agressiva de corte. Isso seria desejável, mas não necessariamente esperado. Então, o que causou esse maior otimismo com o espaço para a queda dos juros?

O primeiro fator aconteceu já no dia seguinte à divulgação da ata do Copom: a manutenção da meta de inflação em 3,0%. Desde que Lula levantou a “lebre” de que a meta poderia ser aumentada como forma de abrir espaço para uma redução mais rápida dos juros, as expectativas de inflação pioraram (como vimos no OCM10), sendo este um dos principais motivos para o discurso conservador do BCB nos últimos meses. Com o furo nesse “balão de ensaio”, as projeções para a inflação em 2025 já caíram de 3,80% para 3,50%, tendo chegado a 4,00% no pior momento (entre 24 de março e 6 de junho). Ainda longe da meta de 3,00%, mas em uma clara tendência de melhora.

O segundo fator foi a aprovação da Reforma Tributária pela Câmara no dia 7 de julho. Como boa parte do mercado considera que, apesar de o número de setores com alíquota reduzida ser maior do que o desejável, essa aprovação tem o condão de aumentar o produto interno bruto (PIB) potencial e reduzir a taxa de juros neutra no médio prazo, esse fato pode ser colocado na conta dos que levaram a um otimismo maior com relação à queda dos juros na semana que vem.

Corroborando essa percepção, Fitch elevou o rating brasileiro de BB- para BB, a primeira alta de nota de crédito do Brasil desde que a Moody's atribuiu um rating Baa2 (o equivalente a BBB na métrica da Fitch e da S&P) em 2012. De lá para cá, só tivemos quedas¹. Esse seria nosso terceiro ponto. O potencial dessa notícia sobre a trajetória futura dos juros pôde ser visto no comportamento do CDS² brasileiro de 5 anos, que passou de 170,8 pontos para 162,4 pontos após a divulgação da notícia da Fitch. Isso ajuda o BCB com o manejo da política monetária por dois caminhos. O primeiro seria o de apreciação cambial, uma vez que, quanto menos arriscado for o país, mais capital internacional será atraído. O segundo caminho seria que o CDS, ou outra medida de risco, entra na conta da taxa de juros neutra de equilíbrio. Portanto, tudo mais constante, menor o risco, menor a taxa de juros neutra e menores os juros nominais no final do processo de redução dos juros. Tudo muito bom, tudo muito bem, mas, assumindo o papel de “advogado do diabo”, temos que fazer duas considerações que podem minimizar esse impacto positivo do movimento da Fitch. A primeira é que, mesmo tendo sido a primeira a

¹ No dia 14 de junho a S&P foi notícia, mas não por mudar o nosso rating, mas apenas por colocá-lo em perspectiva positiva.

² Credit Default Swap, que funciona como que um seguro contra calotes. Quando menor for o seu valor, menor o risco percebido pelo mercado.

melhorar a nota brasileira desde 2012, como supracitado, o movimento da Fitch apenas levou o rating brasileiro para o mesmo nível em que já estava o da Moody's; ou seja, foi bom porque atingimos o nível BB- por duas das três grandes agências classificadoras de risco, mas temos que admitir que, em termos relativos, não saímos do lugar. A segunda consideração é que esse upgrade não vai aumentar sobremaneira os recursos para o Brasil, uma vez que ainda seremos um ativo de risco. O que faz diferença mesmo é ter o grau de investimento (investment grade). Aí sim mudamos de patamar, porque o número de investidores que podem aportar capital por aqui aumenta exponencialmente, visto que muito dos fundos globais não podem, por mandato, investir em mercados sem esse selo de qualidade.

Por fim, na última terça-feira (25/07), foi divulgado o IPCA-15 de julho — bem melhor do que se esperava. A deflação de 0,07% veio abaixo da projeção de um resultado negativo de 0,03%, entretanto o que realmente fez diferença foram os dados de Serviços. Normalmente esse grupo já tem um peso importante na análise do número pelos economistas de mercado, mas, com o diretor de política econômica do BCB, Diogo Guillen, dizendo que *“olhamos agora mais a parte da inflação de serviços”*, o interesse se potencializa. Com isso, a desaceleração dos Serviços Subjacentes (os mais sensíveis à política monetária), de 0,56% em junho para 0,35% em julho, chamou a atenção. No acumulado em 12 meses, esse grupo passou de 6,53% para 5,93% e, no resultado da média móvel dessazonalizada e anualizada (um cálculo de tendência de que os economistas gostam), de 6,1% para 5,0%. Tais números, sem dúvida, aumentam a chance de um corte mais agressivo dos juros na semana que vem.

Podemos considerar que os quatro pontos supracitados já seriam suficientes para mudar nossa expectativa de que o primeiro corte de juros seria de 0,25 p.p., e não de 0,50 p.p. Então, por que manter a projeção mais conservadora?

Para responder a essa pergunta, temos que voltar até a ata da reunião de junho. Na parte mais importante do documento, no qual o BCB praticamente diz que haverá um corte de juros no encontro de agosto, ele indica também que há um grupo contrário a esse movimento: *“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”*. Interessante também notar que mesmo os que viram espaço para a queda dos juros em agosto ressaltaram que o processo seria *“parcimonioso”*. Além disso, a palavra *“parcimônia”* aparece duas vezes

na ata e “cautela”, outras três, mostrando que essa diretoria tem um perfil mais conservador por natureza. Por fim, devemos lembrar que os avanços na pauta econômica, como o Arcabouço Fiscal e a Reforma Tributária, foram aprovados apenas na Câmara e não há como garantir que os textos finais serão iguais aos aprovados pelos deputados. Mais um motivo para cautela, como se essa diretoria precisasse

As notícias recentes, a precificação do mercado, tudo leva a crer que o BCB teria espaço para reduzir os juros na reunião da semana que vem de 13,75% a.a. para 13,25% a.a. Entretanto, o perfil mais cauteloso da diretoria nos faz manter nossa expectativa de que a taxa seja reduzida em apenas 0,25 p.p. A entrada de Gabriel Galípolo no grupo não deve ter um peso relevante; é mais provável que represente apenas uma divergência à decisão. Porém, esse maior conservadorismo inicial não significa que o BCB não vá acelerar os cortes a partir de setembro, tanto que nossa expectativa é que ele “engate” uma sequência de reduções de 0,50 p.p., com a Selic fechando 2023 em 12,00% a.a. e 2024, em 9,00% a.a.

Frase da Semana

“Um Banco Central raramente é popular.”

Alan Greenspan

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