



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 2

05 DE MAIO 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.





Não é sempre que temos na mesma semana decisões de política monetária no Brasil, nos Estados Unidos e na Zona do Euro. Por isso, vamos usar “O Canário da Mina” (OCM) desta semana para entender o que cada uma dessas reuniões trouxe de indicações, não só para a própria trajetória dos juros desses países, mas também para suas economias.

O BC americano (FED) subiu os juros em 0,25 p.p., para 5,00% a.a.¹, o maior patamar desde setembro de 2007. Apesar de ser um nível marcante, não pode ser considerada uma decisão surpreendente, uma vez que o mercado atribuía 90% de probabilidade para esse aumento. Portanto, o que atiçava a curiosidade dos analistas era a sinalização que o comunicado e, principalmente, a entrevista de Jerome Powell dariam sobre os próximos passos para a política monetária nos EUA.

O comunicado foi o mais cauteloso possível, ao mesmo tempo evitando o comprometimento com novas altas nas taxas e não dando espaço para especulações sobre se essa seria a última elevação desse ciclo de alta ou apenas uma pausa para ver melhor o cenário. Isso ficou claro no comunicado, pois, em vez de escrever “The Committee anticipates that some additional policy firming may be appropriate in order to attain a stance of monetary policy that is sufficiently restrictive to return inflation to 2 percent over time”², a opção foi indicar da seguinte forma: “In determining the extent to which additional policy firming may be appropriate to return inflation to 2 percent over time”³. Ou seja, a esperada indicação firme de que essa foi a última alta dos juros não veio no comunicado nem na entrevista de Powell.

¹ O FED vem mantendo uma política monetária em que os juros podem flutuar dentro de uma banda de 0,25 p.p., portanto as taxas de mercado, a partir de agora, poderão flutuar entre 5,00% a.a. e 5,25% a.a. Ao longo do texto, sempre que falarmos dos juros americanos estaremos nos referindo ao piso do intervalo.

² Em tradução livre, “O Comitê prevê que algum aperto adicional na política monetária poderá ser necessário, a fim de atingir um nível de política monetária suficientemente restritivo para que a inflação retorne para 2,0% ao longo do tempo”.

³ Em tradução livre, “Para determinar em que medida um aperto adicional da política monetária pode ser apropriado para trazer a inflação para 2,0% ao longo do tempo”.

Ele conseguiu esgrimir bem as perguntas a respeito da relação entre a recente crise bancária e a política monetária. Em um momento, disse que os mecanismos para lidar com o problema dos bancos e da inflação são diferentes. Para o primeiro, usam-se medidas macroprudenciais; já para o último, juros. Entretanto, em outra parte Powell admitiu que o aperto do crédito, decorrente da falência de quatro bancos em sequência, impactou a economia como se fosse um aperto adicional na política monetária. Quanto? Isso, ele não falou. De qualquer modo, deixou explícito que, no cenário atual, os juros vão subir menos do que no caso de não ter ocorrido a crise bancária.

Outra parte interessante da entrevista foi quando o presidente do FED falou do desequilíbrio do mercado de trabalho. Powell disse que seria melhor que este diminuísse via redução no número de vagas criadas, e não por meio do aumento do número de desempregados, mas ressaltou que estava preparado para um crescimento da taxa de desemprego e para uma possível recessão nos EUA. Entretanto, ele se enrolou um pouco na questão dos salários. Após afirmar que estes eram um componente importante para a sustentação da inflação e que ela não voltaria para níveis próximos da meta caso o ritmo dos aumentos salariais não reduzisse, ele basicamente se contradisse ao falar que os salários não eram uma variável-chave para diminuir a inflação — talvez com medo do impacto da primeira afirmação sobre as expectativas do mercado.

Por fim, um assunto que surgiu várias vezes durante a entrevista e pode ter impactos importantes sobre os ativos nas próximas semanas: a questão do teto da dívida americana. Para colocar todo mundo na mesma página, apesar de o mundo financiar os déficits fiscais recorrentes dos EUA — vantagem comparativa que o ex-presidente francês Giscard d'Estaing chamou de “privilégio exorbitante” —, os EUA têm um limite de endividamento determinado por lei. Com isso, de tempos em tempos, o Congresso americano precisa aprovar novos limites de endividamento. Aqui está o problema: esse momento chegou.

Isso poderia até nem ser um grande problema, se nos EUA não houvesse uma total divisão não apenas no Congresso em particular, mas também na sociedade em geral. O caso do limite da dívida é um exemplo cristalino disso: o projeto para ampliá-lo foi aprovado pelos republicanos na Câmara (onde eles têm maioria) tendo como contrapartida a redução de gastos sociais caros ao governo de Joe Biden. Como resposta, a bancada democrata no Senado (onde é maioria) já disse que não vai aprová-lo, e Biden afirmou que, caso passe por lá, ele vetará. Segundo o Tesouro americano, os EUA conseguem manter seus compromissos em dia até meados de junho. Mas o que acontecerá se esses recursos acabarem? Bem, em bom português, o Tio Sam daria calote nos detentores da dívida americana, algo inédito na história. Portanto, é bem difícil dizer precisamente quais seriam os impactos sobre os ativos após esse evento, mas com certeza não seriam positivos. Essa é a má notícia. A boa é que essa questão envolvendo o limite da dívida dos EUA não é uma novidade. Na verdade, o Congresso americano já renovou o teto 78 vezes desde 1960; em 80% das vezes, faltando apenas

duas semanas para o fim dos recursos. Ou seja, esse assunto, que tanto atraiu a atenção dos repórteres na entrevista coletiva de Powell, seria algo com que nos preocuparmos, pelas consequências, mas não nos apavorarmos, pelo histórico.

Nossa conclusão é que a alta de 0,25 p.p. dessa reunião realmente foi a última deste ciclo de aperto monetário nos EUA, com os juros ficando estáveis em 5,00% a.a. até o final do ano, uma vez que, apesar dos perigos de uma recessão nos EUA, a inflação é um problema mais urgente a ser resolvido. A lembrança do afrouxamento monetário precipitado na década de 1970 deve ser suficiente para impedir que os juros caiam para 4,25% a.a. até o fim de 2023, como precificado atualmente na curva de juros futura nos EUA. Se não for, a pergunta a se fazer é: quem será o Paul Volcker de Jerome Powell?

No Velho Continente, as decisões do Banco Central Europeu (BCE) haviam perdido um pouco o glamour desde a substituição do midiático Mário Draghi (aquele do “whatever it takes”) por Christine Lagarde, que, apesar de ter em seu currículo o cargo de diretora-gerente do Fundo Monetário Internacional (FMI), não tinha a aura de super-herói do “Super Mário”. Entretanto, a reunião de março trouxe o BCE de volta à ribalta. Em meio às confusões da quebra do Silicon Valley Bank (SVB), nos EUA, e do “casamento de delegacia” entre o Credit Suisse e o UBS, na Suíça, o BC da Zona do Euro deu o tom que seria usado por outros bancos centrais no mundo: uma coisa é uma coisa, outra coisa é outra coisa. Ou seja, para enfrentar problemas bancários, os BCs devem usar medidas macroprudenciais, e a inflação tem que ser combatida pela política monetária. Simples assim.

Após ter subido os juros em 0,50 p.p. em março, como prometido, o BCE elevou as taxas na reunião desta quinta-feira (4/5) em mais 0,25 p.p., levando os juros na Zona do Euro para 3,75% a.a. Na entrevista pós-reunião, Christine Lagarde não se comprometeu com valor, mas indicou que novas altas ainda virão — e, olhando para os dados da economia europeia, fica difícil não lhe dar razão.

Apesar de a inflação “cheia” estar desacelerando, passando do pico de 10,60% em outubro de 2022 para 6,90% em abril de 2023, o núcleo, que é o que importa para a política monetária do BCE, teve um desempenho muito menos favorável, passando de 5,0% para 5,6% no mesmo período. Interessante notar que, ao contrário do que pensávamos anteriormente, essa inflação não pode ser considerada apenas um choque dos preços de energia, consequência da Guerra na Ucrânia. Isso fica claro ao vermos que o principal grupo a puxar o índice para baixo é o de energia, que, após chegar próximo a 50% (YoY) em março do ano passado, fechou março deste ano próximo de zero. Já os serviços estão praticamente estáveis ao redor de 5,0% desde julho de 2022, mostrando que há um fator de demanda importante na inflação da Zona do Euro.

Portanto, o BCE deverá continuar subindo os juros, ao contrário do FED, uma vez que, assim como os EUA, a Zona do Euro claramente tem um problema inflacionário, mas, diferentemente dos americanos, os europeus não têm uma crise bancária para administrar. A principal consequência disso é que o período de fraqueza do euro em relação ao dólar parece ter ficado para trás.

Analisando para as decisões de juros nos EUA e na Zona do Euro, as sinalizações de seus BCs e a resistência dos mercados internacionais em aceitar que os juros precisarão ficar altos por muito mais tempo do que o esperado, reconhecemos que os “gringos” não têm experiência recente de combate a uma inflação de serviços, que é muito mais insidiosa e difícil de vencer do que aquelas geradas por choques de ofertas e/ou alta dos preços dos bens. Isso nos traz para o Brasil, onde já vivemos muitas vezes esse problema. Por essa vantagem comparativa, começamos a subir os juros antes e, agora, estamos em outra fase do ciclo monetário: a do início dos cortes dos juros.

Considerando que, por esse motivo, a grande questão que envolve as reuniões do BCB é tentar prever quando as taxas vão começar a cair, podemos dizer que o encontro do Comitê de Política Monetária (Copom) desta semana não ajudou muito. Para os que acreditavam, como nós, que ele pudesse deixar uma porta aberta para que a Selic começasse a ser reduzida na reunião de junho (14/6), foi um “balde de água fria”. A partir da leitura do comunicado da reunião, podemos identificar três pontos que nos levaram a essa conclusão.

O primeiro é na parte em que são elencados os fatores de risco, de alta e de baixa, para o cenário de inflação. Em comparação com o comunicado da reunião de março, a única mudança ocorreu em um dos riscos de alta, que veio escrito da seguinte forma: “a incerteza ainda presente sobre o desenho final do arcabouço fiscal a ser aprovado pelo Congresso Nacional e, de forma mais relevante para a condução da política monetária, seus impactos sobre as expectativas para as trajetórias da dívida pública e da inflação, e sobre os ativos de risco”. Duas coisas chamam a atenção nessa frase. A primeira é que o BCB deixa explícito que, ao contrário do que apregoaram os ministros Fernando Haddad e Simone Tebet, a simples apresentação do arcabouço fiscal não seria suficiente para tornar o cenário mais propício para uma redução dos juros. O BCB quer ver o texto final aprovado, para saber suas implicações sobre os cenários inflacionários. Neste momento, isso parece adiar ainda mais a esperada sinalização da redução dos juros, uma vez que o próprio Haddad pediu para que o Projeto de Lei (PL) com o Arcabouço Fiscal só começasse a tramitar na Câmara a partir de 17 de maio, quando ele voltará de uma viagem internacional. Considerando que o PL também tem que ser aprovado no Senado, parece um tempo exíguo para que esteja promulgado até 14 de junho, dia da próxima reunião do Copom. Outra parte relevante da frase extraída do comunicado é aquela em que o BCB escreve quer ver os impactos dessa nova regra fiscal sobre diversas variáveis acompanhadas, notadamente as expectativas de inflação.

Essa observação final do parágrafo anterior nos leva à segunda passagem do comunicado que julgamos relevante destacar: “O Copom enfatiza que não há relação mecânica entre a convergência de inflação e a aprovação do arcabouço fiscal, e avalia que a desancoragem das expectativas de longo prazo eleva o custo da desinflação necessária para atingir as metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional”. Ou seja, nesse fragmento do texto, vemos o BCB reforçar o que deixou subentendido em seu balanço de riscos: a aprovação do arcabouço fiscal só terá impacto sobre a política monetária se este influenciar as expectativas de inflação. Portanto, sua promulgação seria condição necessária, mas não suficiente, para o início da redução dos juros.

Por fim, chegamos ao terceiro ponto relevante do comunicado: “O Comitê reforça que irá perseverar até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas. O Comitê avalia que a conjuntura demanda paciência e serenidade na condução da política monetária. O Copom enfatiza que, apesar de ser um cenário menos provável, não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado”. De novidade nessa parte do texto, apenas o trecho “apesar de ser um cenário menos provável”, que parece indicar alguma divergência dentro do Copom. Por estar de certa forma “deslocada” considerando o contexto, sugere uma decisão salomônica: sabendo que a parte final do texto acima era o “coração” do discurso mais duro do BCB, alguns devem ter votado para manter e outros para tirar; então, para acomodar os dois grupos, a frase foi mantida, mas com um atenuante.

Ao longo de toda esta análise do comunicado do Copom, o leitor deve ter percebido que falamos algumas vezes a respeito das “expectativas de inflação”. Isso não foi por coincidência nem por falta de vocabulário, mas sim porque o BCB usou essa expressão, direta ou indiretamente, sete vezes ao longo do texto, mostrando a relevância do tema, o que seria um problema para a queda dos juros. O motivo é o aparente círculo vicioso que esse tema apresenta neste momento: o BCB não baixa os juros porque as expectativas estão desancoradas; contudo, elas estão desancoradas, em grande parte, porque o governo indica que quer mudar as metas de inflação, e o motivo disso seria pressionar o BCB a reduzir os juros; por sua vez, estes não diminuem porque as expectativas de inflação estão altas... Como quebrar esse ciclo? Boa pergunta, mas a falta de sinalização de que os juros podem cair em algum momento nas próximas reuniões vai manter o suspense quanto à reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN) do final de junho, na qual comumente se confirmam as metas para o ano seguinte (2024) e o posterior (2025) e define-se a de dois anos à frente (2026). Portanto, a reunião de agosto (2/8) seria a primeira “janela” para uma redução dos juros, considerando a questão das expectativas de inflação. Por isso, mudamos nossa projeção de início do corte na Selic de junho para agosto, mas, mesmo assim, mantemos nossa expectativa de juros em 12,50% a.a. para o final de 2023 e 9,75% a.a. para o final de 2024. Ou seja, começaria mais tarde, mas, para compensar, o ritmo seria mais intenso.

O livro *Ana Karenina*, de Leon Tolstói, inicia-se com a seguinte frase: “Todas as famílias felizes se parecem, cada família infeliz é infeliz a sua maneira”. Considerando o que foi dito até agora, os BCs pelo mundo, assim como as famílias de Tolstói, têm seus motivos particulares para serem “infelizes”: o BC americano pensando se pode parar ou não de subir os juros, o europeu analisando até que ponto precisa aumentá-los e o brasileiro estudando quando deve começar a reduzi-los. Como em *Ana Karenina*, as respostas não são fáceis, e podemos ter muitas reviravoltas na história, trazendo muita volatilidade para os ativos em todo o mundo.

Frase da Semana

“O otimista é um tolo, o pessimista um chato, bom mesmo é ser um realista esperançoso.”

Ariano Suassuna

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