



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **28**

03 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.



Prometemos falar da reunião do COPOM nesta semana e vamos cumprir. Entretanto, o foco da análise será outro depois da entrevista dada pelo presidente Lula na sexta-feira da semana passada (27/10): como a política monetária será afetada por esse novo direcionamento fiscal do governo? O que muda? O BCB deveria explicitamente colocar essa questão como um risco para a trajetória de queda dos juros? Vamos tentar responder à essas perguntas usando o Comunicado da reunião do COPOM como ponto de partida.

Mas antes, vamos primeiro entender o porquê dessa entrevista de Lula ter sido tão emblemática assim.

O ponto mais óbvio é que Lula colocou em xeque a meta fiscal para 2024 ao dizer que *“nós dificilmente chegaremos à meta zero”* ou que *“a meta fiscal não precisa ser zero, a gente não precisa disso”*. Mais direto, impossível. Alguns, como Gleisi Hoffmann, podem dizer que ele apenas falou o óbvio, já que o próprio mercado não acreditava que o governo alcançaria essa meta, com o Focus projetando um déficit de 0,78% do PIB para o ano que vem. No “O Canário da Mina” (OCM) 26 fomos até mais pessimistas, projetando um resultado primário negativo em 0,90% do PIB. Mas o problema é que *“a mulher de César não basta ser virtuosa, ela tem que parecer ser virtuosa”*, principalmente quando falamos de política. Então, chegamos à pauta econômica que está no Congresso.

Como também salientamos no OCM 26, para fechar as contas no ano que vem, o governo precisaria que o Congresso aprovasse R\$ 168,5 bilhões em medidas voltadas para o aumento da arrecadação. De toda a pauta que consta no Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA), apenas o voto desempate do CARF a favor do governo foi aprovado. Olhando o “copo meio cheio”, este era o item mais “pesado”, representando 59,2% do total esperado para o aumento das receitas. Por outro lado, olhando “o copo meio vazio”, ainda estão faltando R\$ 67,6 bilhões para serem aprovados, algo como 0,6% do PIB. Nessa lista, temos itens que enfrentam muita resistência do Congresso, como as *“Subvenções para Investimento”*, que representam mais da metade deste montante (R\$ 35,3 bilhões). Certamente a fala de Lula vai reduzir a força política de Haddad para convencer os parlamentares a aprovarem esses aumentos de arrecadação, mas, para entender por que o presidente deu esse aparente “tiro no pé”, temos que voltar, novamente, ao OCM 26.

Para quem não se lembra do texto de duas semanas atrás, dissemos que no dia 22 de março do ano que vem o Tesouro Nacional vai divulgar o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) e que, se este indicar que a trajetória destas duas variáveis não é suficiente para alcançar a meta, o governo teria que fazer um contingenciamento ao redor de R\$ 50 bilhões para atender à Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Portanto, ao dizer que *“não vou estabelecer meta que me obrigue a começar o ano fazendo corte de bilhões”*, Lula praticamente disse que não vai fazer o contingenciamento necessário, colocando o governo frente a duas opções: mudar a meta ou incorrer em crime de responsabilidade. Alguém tem alguma dúvida da escolha?

Na verdade, há uma dúvida sim, se essa mudança ocorrerá agora ou em março de 2024. A maior chance é que seja agora, mas não devemos esperar que o governo faça isso diretamente. Provavelmente, vai esperar que os próprios

parlamentares alterem o valor, apenas orientando a sua base que não faça nada contra esse movimento, o que, na verdade, seria um jogo de “ganha-ganha”. Lula deixaria de estar obrigado a “começar o ano fazendo corte de milhões”, enquanto os deputados e senadores não correriam o risco de ver as suas emendas sendo cortadas pelo contingenciamento, uma vez que estas são consideradas gastos discricionários do governo e passíveis, portanto, de serem contingenciadas. Segundo o deputado Pedro Paulo (PSD/RJ), “já não é uma questão de quando, mas de quanto” e, para nós, esse “quanto” seria algo ao redor de 0,50% do PIB, valor suficiente para evitar o tal contingenciamento que vem causando calafrios a Lula.

Considerando que tudo o que foi dito acima ainda é muito recente, não vimos influência desta discussão sobre o fiscal na reunião do COPOM desta semana, com os juros sendo reduzidos de 12,75% a.a. para 12,25% a.a., como totalmente esperado. Mas o Comunicado pós-reunião trouxe alguma novidade?

Como, na verdade, não tivemos nenhuma alteração efetiva nas metas fiscais, o Comunicado não trouxe nenhuma mudança relevante com relação a esse assunto. Não tivemos a incorporação desta questão dentro do balanço de riscos, como alguns chegaram a considerar. Além disso, o trecho “Tendo em conta a importância da execução das metas fiscais já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação e, conseqüentemente, para a condução da política monetária, o Comitê reforça a importância da firme persecução dessas metas” foi mantido sem alterações. Mas isso, de certa forma, já era esperado, portanto, vamos as partes que realmente geravam curiosidades ao mercado.

Não há qualquer citação à guerra entre Israel e o Hamas, mas o cenário externo deixa de ser “incerto” e passa a ser “adverso”. Também não há nenhum entusiasmo com os dados recentes de inflação, principalmente no que se refere aos serviços subjacentes: “A inflação cheia ao consumidor manteve trajetória de desinflação, mas segue acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta de inflação, enquanto as medidas mais recentes de inflação subjacente ainda se situam acima da meta para a inflação.” Essa falta de otimismo pode ser reflexo dos números de inflação do seu modelo.

É bem verdade que a projeção para a inflação de 2023 melhorou quando comparada com aquela divulgada na reunião do COPOM de setembro, passando de 5,0% para 4,7% — inclusive, essa nova estimativa está dentro do intervalo de tolerância da meta para este ano, cujo teto é de 4,75%. Uma boa notícia: depois de 2 anos, o presidente do BCB talvez não tenha que escrever a famosa “cartinha” para o ministro da Fazenda justificando o descumprimento com a meta. Entretanto, temos que colocar esse resultado em perspectiva. Primeiro, essa redução deveu-se basicamente à diminuição na projeção dos preços administrados, que passou de 10,5% para 9,3%. Em segundo lugar, devido as defasagens da política monetária, 2023 não está mais no horizonte relevante do Banco Central, com o BCB focando agora em 2024 e 2025 — aqui, as notícias não são boas.

Para o ano que vem, o modelo estima uma inflação de 3,6%, acima tanto da meta de 3,0% quanto da projeção na reunião anterior, de 3,5%. Sendo justos, aqui a piora também foi reflexo da revisão para a inflação dos preços administrados para 2024, que passou de 4,5% para 5,0%. Portanto, a má notícia mesmo veio da alteração na estimativa para 2025, que passou de 3,1% para 3,2%, mesmo sem modificações nos preços administrados. Pode-se pensar: “mas 2025 está tão longe, qual a diferença de 0,1 p.p. para lá ou 0,1 p.p. para cá?”. O problema está exatamente aí! Estando tão longe, a inflação deveria estar convergindo para a meta de 3,0%. Isso significa que a trajetória de juros do boletim Focus, indicando uma Selic ao final de 2023 em 11,75% a.a., de 2024 em 9,25% a.a. e de 2025 em 8,50% a.a., não seria suficiente para fazer a convergência da inflação no horizonte de política monetária.

Isso significaria uma desaceleração do ritmo de queda dos juros nas próximas reuniões? Aparentemente não. Na parte do Comunicado que gerava mais debate no pré-COPOM, o BCB manteve o plural, dando a entender que o ritmo de 0,50 p.p. deve ser mantido nas reuniões de dezembro (13/12) e janeiro (31/01): “*Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, anteveem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões e avaliam que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário*” (grifo nosso). Interessante notar que a indicação para a manutenção do ritmo em janeiro foi dada “unanimemente”, mesmo sem se saber se a composição do COPOM no início do ano que vem será a mesma desta reunião.

Em termos gerais, uma política fiscal mais frouxa requer uma política monetária mais apertada, o que, provavelmente, coloca em xeque a nossa projeção de Selic terminal de 8,5% a.a.. Entretanto, como o tamanho da mudança da meta fiscal ainda está no campo do boato e ainda tem muita medida de aumento de arrecadação para ser votada no Congresso, vamos manter, por enquanto, esta previsão como está. O mesmo não pode ser dito da projeção para o final do ano que vem.

Inicialmente, esperávamos que o ritmo de queda dos juros em 0,50 p.p. poderia ser mantido até a quarta reunião do COPOM de 2024, em 19 de junho; no entanto, com um cenário externo mais desafiador e uma política fiscal mais frouxa, acreditamos que o BCB passará a reduzir os juros ao ritmo de 0,25 p.p. já na reunião de 20 de março, de modo a fechar o ano em 9,50% a.a.. Na semana que vem teremos a Ata da reunião desta quarta-feira (01/11) e o mercado quer ver se houve alguma discussão no COPOM sobre a questão da mudança da meta fiscal e como o Comitê está vendo o impacto deste cenário externo mais “adverso” sobre a política monetária brasileira. A conferir.

## Frase da Semana

*“Todo mundo que ir para o céu, mas ninguém quer morrer”*

Provérbio Popular

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