



CARTA SEMANAL

O Canário  
da Mina **33**

08 DE DEZEMBRO 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.



Nas duas últimas edições de “O Canário da Mina” (OCM), atualizamos nossos cenários de inflação e crescimento com vistas aos impactos dessas variáveis sobre a política monetária brasileira. Dessa forma, como haverá reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) na quarta-feira que vem (13/12), vamos usar o OCM de hoje para analisar o que esperar desse encontro, principalmente após a surpresa que tivemos com o produto interno bruto (PIB) no terceiro trimestre, divulgado na última terça-feira (5/12).

Se há uma coisa que causa calafrios nos economistas, quando tentam prever o futuro, é a revisão na série dos dados passados. No caso do PIB brasileiro, esse encontro com o “desconhecido” ocorre sempre no terceiro trimestre de cada ano. Isso acontece porque o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) adiciona novos dados aos cálculos do resultado do ano anterior – o que, além de alterar os números em si, muda também os pesos, impactando os dados de toda a série para a frente. Dessa forma, o PIB de 2022 como um todo passou de 2,9% para 3,0%; o do primeiro trimestre de 2023, de 1,8% para 1,4% na comparação com o trimestre exatamente anterior<sup>1</sup>; e o do segundo trimestre, de 0,9% para 1,0% na mesma base de comparação. Como tanto a base quanto os pesos foram alterados, não deveria causar surpresa que o PIB do terceiro trimestre viesse diferente do que o projetado. A dúvida ficava para que lado.

Para a “sorte” do governo, foi para o lado positivo, e o crescimento de 0,1% veio melhor, tanto com relação à projeção do mercado (queda de 0,3%) quanto com relação à nossa (queda de 0,4%). Para nós, a maior surpresa pelo lado da oferta veio em serviços, que apresentaram alta de 0,6%, contra nossa projeção de queda de 0,2%. Pelo lado da demanda, o destaque positivo ficou com o consumo das famílias, que, com a alta de 1,1%, chegou ao nono trimestre seguido de crescimento – a primeira vez que isso acontece desde 2011. Mas nem tudo foram “flores” no resultado: a formação bruta de capital fixo, mais comumente conhecido como investimento, caiu 2,5%, marcando o quarto trimestre seguido de queda. A comparação entre esses dois setores do PIB pode ser considerada um resumo da atual situação da economia brasileira. Enquanto o crescimento do consumo das famílias reflete o crescimento da renda, impulsionado pelas políticas sociais do governo, pelo mercado de trabalho forte e pela queda de preços dos alimentos, a contração da formação bruta de capital fixo é consequência da política monetária apertada do Banco Central do Brasil (BCB). Um efeito dessa queda contínua dos investimentos nos últimos trimestres é que a participação destes sobre o PIB caiu para 16,6%, voltando aos níveis pré-pandemia, o que enfraquece a tese de que houve um crescimento do PIB potencial brasileiro ao longo de 2023.

Outra característica interessante desse resultado é o fato de reforçar a ideia de que boa parte do crescimento brasileiro em 2023 se deveu à demanda externa. Com a alta de 5,1% das exportações líquidas (exportações de bens e serviços menos importações de bens e serviços), a contribuição externa para o crescimento do PIB no terceiro trimestre foi de 1,2 p.p. Do outro lado, tivemos uma queda da absorção interna<sup>2</sup> de 1,1 p.p., considerando a variação nos estoques. Esse comportamento não foi exclusividade desse último resultado das

<sup>1</sup> Ao longo do texto, toda vez que apresentarmos a variação percentual do PIB, ou de seus componentes, a relação será com o trimestre imediatamente anterior.

<sup>2</sup> Consumo das famílias + FBCF + consumo do governo.

contas nacionais. Quando pegamos o acumulado do ano, notamos que a demanda externa contribui com 2,2 p.p. do crescimento de 3,2%, contra 1,0 p.p. da absorção interna.

Em resumo, o resultado pode ser considerado bom, dadas as expectativas ruins para o número; porém, por outro lado, além de reforçar a tendência de estagnação da economia brasileira no segundo semestre de 2023, mostrou que ainda dependemos muito da demanda externa para crescer. De qualquer forma, a surpresa do número foi suficiente para que revíssemos nossa projeção para o PIB de 2023 de 2,8% para 3,0%. Além disso, tendo em vista as mudanças nas ponderações dos itens que compõem o PIB, implementadas pelo IBGE, alteramos nossa projeção para o ano que vem, de 1,9% para 2,1%. Mas, será que isso pode impactar a reunião do BCB na semana que vem?

A resposta é não. Primeiramente, porque o PIB olha a economia pelo retrovisor. Essa frase é muito “manjada”, mas é a mais pura verdade. Como tomar uma decisão de política monetária em dezembro olhando para dados que refletem o estado da economia ao final de outubro? Não dá, correto? Além do mais, apesar de o resultado de 0,1% do PIB do terceiro trimestre ter vindo melhor do que esperado, ele representou uma desaceleração com relação ao 1,0% do segundo trimestre, mostrando o acerto do BCB ao prever no comunicado da última reunião que, *“Em relação ao cenário doméstico, o conjunto dos indicadores de atividade econômica segue consistente com o cenário de desaceleração da economia nos próximos trimestres antecipado pelo Copom”*.

Portanto, não só o PIB é uma variável defasada como também os dados do terceiro trimestre, aparentemente, não foram uma surpresa para o BCB, não devendo, portanto, ser um fator a alterar a postura do Copom. E o restante dos acontecimentos entre a última reunião e agora?

Na reunião de novembro, um ponto de preocupação do BCB que ficou claro, tanto no comunicado quanto na ata, foi o cenário externo. Podemos ver isso nesta parte do documento divulgado após a reunião: *“O ambiente externo mostra-se adverso, em função da elevação das taxas de juros de prazos mais longos nos Estados Unidos, da resiliência dos núcleos de inflação em níveis ainda elevados em diversos países e de novas tensões geopolíticas [...] O Comitê avalia que o cenário exige atenção e cautela por parte de países emergentes”*. Alguns problemas persistem porque ainda temos vários “fios desencapados”, mas uma das principais preocupações supracitadas (*“elevação das taxas de juros de prazos mais longos nos Estados Unidos”*) melhorou bastante. Na véspera da última reunião (31/10), a taxa do título de 10 anos dos EUA estava em 4,93% a.a., sendo que, no dia anterior ao do encontro de setembro (19/9), era comercializada a 4,36% a.a., uma alta considerável. Entretanto, agora (7/12) voltou para 4,11% a.a., nível que não era visto desde o final de agosto deste ano. Portanto, um “problema” a menos para o Copom.

Mas o objetivo precípua do BCB é trazer a inflação para a meta estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN): 3,25% em 2023 e 3,00% daí por diante. No OCM 31, vimos que não só o último dado divulgado, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-15) de novembro, mas também a própria trajetória recente dos grupos mais impactados pela política monetária no IPCA têm mostrado uma trajetória benigna. Por isso, apesar de ser provável que o BCB mantenha a parte do comunicado pós-reunião que diz *“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”*, talvez ele coloque algo que reflita este momento positivo da inflação. Queda da inflação é sempre uma boa notícia, mas, ainda tão distante da meta, continua sendo apenas uma “boa” notícia, e não “a” notícia que mudaria a cabeça do Copom.

Mesmo assim, até poderíamos pensar que ele teria espaço para acelerar o ritmo de corte de 0,50 p.p. para 0,75 p.p., mas aqui temos dois problemas. O primeiro é a própria promessa do BCB, explicitada no último comunicado, de que reduziria os juros de 12,25% a.a. para 11,75% a.a.: *“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”*. Ou seja, ele se comprometeu com a manutenção do ritmo de cortes em 0,50 p.p. não só para a reunião da semana que vem, mas também para a primeira reunião de 2024, no dia 31 de janeiro. Portanto, como o próprio texto acima deixa claro, precisaríamos ter uma alteração brusca no “cenário esperado” para haver mudanças no plano de voo original, o que não parece ser o caso. O segundo é que a espada de Dâmocles da questão fiscal vai continuar pairando sobre a cabeça do BCB enquanto a questão meta fiscal/contingenciamento não for resolvida, o que só deve acontecer por volta de março do ano que vem. O próprio BCB deixou claro esse desconforto: *“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 reafirma a importância da firme persecução dessas metas”*. Portanto, parece difícil que o Copom acelere o ritmo de queda sem que essa “espada” seja tirada de cima de sua cabeça.

A conclusão é que, como o BCB não tem nenhum motivo forte para “quebrar sua promessa”, nem para cima, nem para baixo, há pouca chance de que o resultado da reunião do Copom da semana que vem não seja a redução dos juros de 12,25% a.a. para 11,75% a.a. Diante disso, a grande curiosidade do mercado ficará por conta do comunicado e, principalmente, se nele a parte *“anteveem redução de mesma magnitude nas próximas reuniões”* será mantida no plural, o que indicaria que o ritmo atual de cortes seria mantido para além de janeiro. Nossa expectativa é de que haja uma alteração e que os resultados das reuniões de março em diante fiquem em aberto. Por isso, além do corte da semana que vem, acreditamos em uma nova redução de 0,50 p.p., como prometido, na reunião de janeiro, com a desaceleração dos cortes para 0,25 p.p. a partir de março, de maneira a fechar 2024 em 9,50% a.a.

## Frase da Semana

*“Governo não faz PIB, faz ambiente de negócios.”*

Paulo Hartung

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,60	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,50
USDBRL	5,28	5,00	5,20
PIB (%)	2,90	3,00	2,10