



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina 9

23 DE JUNHO DE 2023

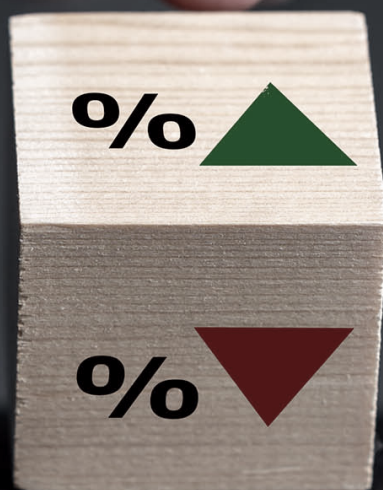
Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) 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.





Nas edições 7 e 8 de “O Canário da Mina” (OCM), discutimos pontos que embasavam nossa percepção de que o Banco Central do Brasil (BCB) teria espaço para reduzir os juros já na reunião desta semana. Entretanto, mesmo com essas evidências, reconhecemos que existia pouca chance de isso acontecer, tanto que nosso “call” oficial era de manutenção. Portanto, não podemos dizer que a decisão de manter os juros em 13,75% a.a., pela sétima reunião seguida, nos causou surpresa. Dessa forma, vamos usar o OCM de hoje para tentar encontrar nas entrelinhas do comunicado da reunião evidências a respeito de quando, finalmente, a Selic começará a ser reduzida.

Antes de entrar na reunião em si, acreditamos que seja válido fazer uma revisão dos cenários de inflação e câmbio, uma vez que estes vão sustentar nossas expectativas com relação aos próximos passos da política monetária brasileira.

No caso do câmbio, apesar de estar em nosso radar que o dólar poderia vir abaixo de R\$ 4,80, devemos admitir que não colocamos isso em nossos modelos. Dessa forma, mesmo mantendo a expectativa de que o segundo semestre deverá trazer uma trajetória de desvalorização da moeda brasileira, tanto por questões sazonais quanto pela tendência de redução dos juros por aqui, como o ponto de partida é menor, parece razoável mudar também o ponto de chegada. Portanto, nossa projeção para 2023 passou de R\$ 5,20 para R\$ 5,00 e a de 2024, de R\$ 5,40 para R\$ 5,20.

Já na parte de inflação, são dois os principais motivos que nos levaram a rever nossas projeções. O primeiro se

refere a um desempenho melhor do que o esperado do grupo Alimentação no domicílio. A safra recorde já suscitava a perspectiva de que, após ter subido 13,21% no ano passado, os alimentos poderiam ter um desempenho mais favorável em 2023; entretanto, a realidade está se mostrando muito melhor do que a projeção. O Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA) agrícola, medido pelo IGP-DI — um bom indicador antecedente para os alimentos no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) —, acumula uma queda de 8,7% no ano e de 12,3% em 12 meses. A última vez que esse índice chegou a níveis tão baixos foi em 2017, quando o grupo Alimentação no domicílio apresentou deflação de 4,9%. O segundo motivo é a política de preços da Petrobras. Na semana passada, a empresa reduziu em 4,7% o preço da gasolina na refinaria. Isso não faria muita diferença para nossas projeções se o preço interno não estivesse abaixo do internacional, uma indicação clara de que a Petrobras vai manter os preços locais “abrasileirados” — eufemismo para “mais barato do que deveria ser”. Juntando esses dois motivos, reduzimos nossa projeção para o IPCA de 2023 de 5,40% para 5,00% e a de 2024, de 3,60% para 3,40%.

Essas mudanças no cenário apenas reforçaram nossa percepção de que haveria espaço para uma redução dos juros já na reunião desta semana. Mas como dizia Alan Blinder, ex-vice-presidente do FED, “a política monetária é um pedaço técnica e um pedaço arte” e, nos momentos em que o BC tem que decidir a hora de parar de subir e/ou começar a reduzir os juros, a decisão acaba ficando mais na parte da “arte” do que na da “técnica”. Portanto, como a definição de “arte” varia de pessoa para pessoa, em vez de ficar discutindo o que achamos que deveria ter sido feito, vamos entender por que os juros foram mantidos em 13,75% a.a. e quais são as “pistas” sobre os próximos passos presentes no Comunicado pós-reunião.

Da mesma maneira que os advogados se utilizam do “juridiquês” para manter certa “reserva de mercado”, os economistas têm o “economês” e, dentro dessa “língua paralela”, um dos principais dialetos é o usado pelos Bancos Centrais. Nessa forma de comunicação, são utilizadas alterações sutis, com inserção e retirada de expressões-chave, para induzir o mercado a se movimentar na direção desejada. Pensando assim, fica mais fácil entender as mensagens subliminares por trás das mudanças — e das “não mudanças” — no Comunicado do Comitê de Política Monetária (Copom) desta semana.

Entre as primeiras podemos destacar as retiradas do cenário alternativo<sup>1</sup> e da famosa frase “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”. Já com relação às “não mudanças”, talvez a parte que diz “O Comitê avalia que a conjuntura demanda paciência e serenidade na condução da política monetária” tenha sido a mais emblemática, principalmente quando a associamos à incorporação do trecho “A conjuntura atual, caracterizada por um estágio do processo inflacionário que tende a ser mais lento e por expectativas de inflação desancoradas, segue demandando cautela e parcimônia”. Como diria o adágio antigo, “cautela e canja de galinha não faz mal a ninguém”, mas tanta “paciência”, “serenidade”, “cautela” e “parcimônia” parece mais um

<sup>1</sup> O cenário “alternativo” se diferenciava do “de referência” por manter os juros em 13,75% a.a. durante todo o período de análise.

recado do que um vaticínio. Qual seria ele? Que o mercado talvez estivesse exagerando na precificação dos cortes de juros e um pouco de “cautela” realmente não faria mal. Principalmente devido ao grau atual de incertezas, que também foram explicitadas no Comunicado. Como no caso de que ainda existe “alguma incerteza residual sobre o desenho final do arcabouço fiscal a ser aprovado no 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”. Mas será que isso inviabilizaria a queda dos juros nas próximas reuniões? Acreditamos que não, por dois motivos principais.

O primeiro seria que boa parte dos fatores que fizeram o BCB ser mais cauteloso do que o esperado terão um desenvolvimento favorável nas próximas semanas. O arcabouço fiscal foi aprovado no Senado na mesma quarta-feira (21/06) da reunião do Copom. Como houve mudanças com relação ao texto que veio da Câmara, terá que voltar para que os deputados decidam se as aprovam ou não. A expectativa é que esse assunto seja resolvido até a segunda semana de julho — antes, portanto, da reunião de agosto (02/08). Além disso, antes da próxima reunião, a questão da meta de inflação estará resolvida, uma vez que a reunião do Conselho Monetário Nacional (CMN) para debater o tema está marcada para a quinta-feira da semana que vem (29/06). Se a taxa for mantida em 3,0%, mudando-se apenas o período de medição do ano calendário para o horizonte de política monetária, como amplamente esperado, provavelmente veremos as expectativas de inflação, para os anos a partir de 2024, caindo dos atuais níveis próximos de 3,8% para algo entre 3,0% e 3,5%, muito mais palatáveis para o BCB. Já o segundo motivo seria a interpretação de algumas mensagens subliminares do Comunicado, ou seja, o “Coponês”. Uma delas seria a retirada da frase citada acima, que indicava a chance de voltar a aumentar os juros — “[...] não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado”. Esse movimento é relevante não apenas pela óbvia interpretação de que é melhor não haver uma referência de que os juros podem ser elevados, mas, principalmente, por ter encerrado um ciclo. Essa frase acompanhava o Comunicado das reuniões do Copom desde setembro de 2022, primeira vez em que foi decidida a manutenção dos juros em 13,75% a.a., após a elevação em agosto. Portanto, se ela caracterizou o período de manutenção, sua retirada abriria as portas para a queda. A outra seria uma mudança de tempo verbal. No atual Comunicado, a frase “[...] a estratégia de manutenção da taxa básica por um período prolongado **será capaz** de assegurar a convergência da inflação” (grifo nosso) foi substituída por “[...] a estratégia de manutenção da taxa básica por um período prolongado **tem se mostrado adequada** para assegurar a convergência da inflação” (grifo nosso). Pode parecer preciosismo, como “buscar pelo em ovo”, mas os termos “será capaz” dão a ideia de que vai continuar a ser; já “tem se mostrado adequada” passa a sensação de que funcionou, mas talvez tenhamos que partir para outra estratégia.

Bem, se temos várias indicações de que os juros podem cair na reunião de agosto, por que os analistas consideraram o Comunicado mais conservador (hawkish) do que o esperado? Primeiramente pelo que ele não disse, uma vez que existia a expectativa de assertividade quanto ao fato de a queda dos juros estar próxima. Além

disso, a projeção de inflação em seu cenário de referência passou de 3,6% para 3,4%, muito menos do que se esperava. Se o motivo para essa desaceleração menor for a mudança na taxa de juros real neutra de equilíbrio, temos aqui um tema sensível que, apesar de não impedir que os juros caiam, colocam um piso maior para essa queda. Como por enquanto essa é apenas uma suposição, não vamos nos estender sobre o assunto, deixando essa discussão para o OCM da semana que vem. Afinal, isso certamente terá destaque na Ata da reunião que será divulgada na terça-feira (27/06) e/ou no Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de junho, divulgado na quinta-feira (29/06).

A conclusão é que, para quem esperava uma indicação clara de que o BCB reduziria os juros na reunião de agosto, certamente o Comunicado foi uma decepção, portanto *hawkish*. Já quem reconhecia as limitações do momento viu um documento neutro. Como a maioria do mercado, nós incluídos, estava no primeiro grupo, a sensação geral acabou sendo de “gosto de cabo de guarda-chuva”. Entretanto, por vários motivos que mostramos ao longo deste OCM, não dá para descartar a chance de queda já na próxima reunião, principalmente se o CMN decidir manter a meta de inflação em 3,0% para 2024 em diante. Ai, haja “coponês” para explicar a manutenção.

## Frase da Semana

*“Quem muito acha acaba se perdendo.”*

Noel Rosa

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