



CARTA SEMANAL

O Canário
da Mina **51**

19 DE ABRIL DE 2024

Apertem os cintos o
dólar subiu

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 é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.



Apertem os cintos o dólar subiu

No momento de selecionar o assunto mais importante para ser o tema da edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM), ficamos em um dilema do estilo “Escolha de Sofia”: a piora do cenário externo ou a questão fiscal com a mudança da meta de resultado primário para 2025 e 2026? Um problema difícil de resolver até o dólar no Brasil tocar os R\$ 5,30 durante a semana. Como tal movimento teve um pouco desses dois assuntos, chegamos a uma definição: vamos falar de ambos e tentar entender não só o que aconteceu, mas também as perspectivas futuras.

A frase final do OCM da semana passada, do ex-pugilista Mike Tyson, diz muito sobre a sensação que todo investidor brasileiro teve ao longo dos últimos dias: *“Todo mundo tem um plano até levar um murro na cara”*. O “murro” nesse caso foi uma semana em que, até quinta-feira¹, o dólar se desvalorizou 2,5%, a bolsa caiu 1,4% e a taxa de juros real de uma NTN-B 2035 subiu 0,06 p.p., chegando a 6,08%. Certamente foi essa a sensação, de um *“knock out”*; no entanto, se pensarmos bem, já tínhamos levado alguns *“jabs”*, que foram minando a confiança e a resistência dos mercados antes mesmo desses dois *“diretos”* que fizeram o “juiz abrir contagem”. Vamos começar com nossa parte do problema.

Todos sabemos que a política fiscal sempre foi o calcanhar de aquiles da economia brasileira; também não nos é desconhecido o fato de que, entra governo, sai governo, as regras fiscais são, mais cedo ou mais tarde, sempre burladas. Contudo, o mais interessante é que continuamos a nos surpreender e os ativos brasileiros, a piorar, como se esse não fosse o modus operandi da economia brasileira.

O “problema” da vez foi a mudança da meta fiscal para 2025, que passou de um superávit de 0,50% do PIB a um déficit de 0,0%, mesmo nível de 2024. Portanto, sem melhora fiscal entre os dois anos. Isso, por si só, já seria ruim, mas o que amplificou a reação do mercado foi o timing do anúncio, feito em um momento em que este já estava resabiado por questões externas. Entretanto, nesse caso, pode-se dizer que o governo foi “trapaceado” pelo destino. O prazo para o envio do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (PLDO), que dá o pontapé inicial para as discussões do orçamento de 2025, era até segunda-feira (15/4), então o governo não tinha escapatória. Também era difícil fugir da seguinte escolha: ou mantinha a meta de um superávit de 0,5% do PIB e fazia do PLDO uma obra de ficção, ou mudava a meta e divulgava um orçamento mais próximo da realidade. Em ambos os casos haveria críticas, como acabou acontecendo. Essa “escolha de Sofia” poderia ser evitada se existisse uma terceira opção: o corte de gastos. Nesse caso, o governo não precisaria de contínuos aumentos de arrecadação para fechar a conta – um processo que, por óbvio, tem um limite na própria capacidade da economia. Exatamente por isso, nem mesmo a nova meta parece crível. As tentativas recentes da equipe de Fernando Haddad de reverter as decisões do Congresso sobre a desoneração dos 17 setores e do Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos (PERSE) mostram certo grau de desespero, de quem não sabe mais de onde tirar recursos. Um parêntese: a palavra “emergencial” na sigla do PERSE e a dificuldade de extingui-lo dão razão a Milton Friedman, ganhador do prêmio

¹ Dia em que é finalizado “O Canário da Mina”.

Nobel de Economia, que dizia: *“não há nada mais permanente que uma política governamental temporária”*, um dos grandes males do Brasil; fecha parênteses. Esse esgotamento do modelo fica ainda mais claro quando verificamos que a maior mudança na meta não foi nem em 2025, mas em 2026, que passou de um superávit de 1,0% do PIB para apenas 0,25% do PIB. Na verdade, o superávit de 1,0% do PIB só seria atingido em 2028, ou seja, apenas em um possível quarto mandato de Lula. Poder-se-ia inclusive argumentar que as projeções do mercado são até de um resultado pior do que a nova meta estipulada em 2025; então, por que o preciosismo de manter uma meta ilusória? Afinal, diante de um objetivo ambicioso, a busca faz com que o resultado final seja certamente melhor do que quando o objetivo inicial já é mais frouxo. Isso vale para a vida e, também, para a política fiscal.

Uma política fiscal mais frouxa “pede” uma política monetária mais austera. Essa análise poderia ser nossa, mas foi feita pelo presidente do Banco Central do Brasil (BCB) em evento da XP Investimentos em Washington: *“O problema é que, temos mencionado isso, as âncora fiscal e monetária são muito relacionadas. Se você perde a credibilidade ou se você está indo para um cenário de maior incerteza sobre a âncora fiscal, isso torna mais custoso o trabalho do outro lado”*. Além disso, a alteração na meta pode ser vista como uma mudança de cenário pelo BCB, o que colocaria em risco seu próprio comprometimento com um corte de 0,50 p.p. na reunião de maio (8/5), como fica claro nesta parte do comunicado do último encontro do Comitê de Política Monetária (Copom): *“Em função da elevação da incerteza e da conseqüente necessidade de maior flexibilidade na condução da política monetária, os membros do Comitê, unanimemente, optaram por comunicar que anteveem, **em se confirmando o cenário esperado**, redução de mesma magnitude (0,50 p.p.) na próxima reunião”* (grifo nosso). Será que a simples mudança das metas fiscais em 2025 e 2026 seria suficiente para acionar essa cláusula de escape? Provavelmente não; o cenário externo com certeza vai ter um peso maior, e o pior é que estamos em um mau momento lá fora. Mas o que desencadeou esse “mau momento”?

A primeira questão é a piora do cenário geopolítico, com o ataque do Irã a Israel no último sábado (13/4). Entretanto, por mais estranho que possa parecer, o real impacto desse evento aconteceu mesmo apenas na sexta-feira (12/4). Durante esse dia, já corriam rumores de que tal ataque ocorreria em breve e, como o mercado não espera o fato, apenas o boato já serve para fazer preço, foi um dia antes do ataque que o mercado se ajustou. Isso pôde ser notado no “pacote aversão ao risco”: bolsas caindo, dólar se fortalecendo e taxas dos títulos do Tesouro americano caindo. Já na segunda-feira (15/4), o primeiro dia útil após o ataque, quando as preocupações geopolíticas deveriam ser mais fortes, o mercado realmente piorou, mas o motivo foi outro e, para entender esse movimento, devemos voltar para a quarta-feira (10/4), quando foi divulgado o Índice de Preços ao Consumidor americano (CPI, sigla em inglês).

Como já foi discutido no OCM 50, o resultado mais forte da inflação nos EUA gerou uma grande reprecificação nas projeções para a queda dos juros americanos — referentes não só ao timing dos cortes de juros, mas também ao próprio tamanho deles. A reação do mercado acabou sendo proporcional ao resultado, e a chance de que a reunião de junho deste ano pudesse ser a do primeiro corte de juros passou de 67%, antes do CPI, para 17% depois. Pior que

isso, a expectativa de afrouxamento monetário não migrou para a primeira reunião subsequente (julho), que teve a chance de corte reduzida de 75% para 42%, mas para setembro, que agora está com 65% de probabilidade. Mesmo essa reunião já foi mais “cotada”, com 91% de chance antes do CPI desta quarta-feira. Obviamente isso afeta também a expectativa no total de corte do ano. Antes da divulgação do número de inflação, a aposta majoritária era de três cortes de 0,25 p.p. ou mais (55,5%), e agora é de dois cortes de 0,25 p.p. ou menos (81,0%). No entanto, o que talvez seja mais relevante é que está se consolidando a ideia de que, neste momento, não há nenhum incentivo para o Federal Reserve (Fed) começar a cortar os juros no curto prazo, sentimento contextualizado pela fala da presidente do Fed de Cleveland, Loretta Mester: *“O Fed pode se dar ao luxo de aguardar mais alguns dados de inflação, não há pressa”*. Ainda não está no preço, mas a sombra da manutenção dos juros em 5,25% a.a. ao longo de todo 2024 começa a pairar sobre os mercados. Por isso, cada número da economia americana tem causado certo frisson, e nem precisa ser de inflação; foi o que ocorreu com o dado de vendas no varejo, que veio mais forte do que o esperado na segunda-feira (15/4). Portanto, o resultado do dia não foi por causa do ataque iraniano, mas porque outro resultado mostrou a força da economia americana; quanto mais forte ela estiver, mais difícil a inflação ceder e mais tempo o Fed vai demorar até reduzir os juros. Questões geopolíticas vão entrar na conta, e deixar de ser um impacto pontual, se adiarem ainda mais esse movimento. Por isso a questão Irã vs Israel entrou no cenário de risco... Afinal, pode aumentar o preço do petróleo.

O ministro da Fazenda, Fernando Haddad, tem razão em dizer que, da piora do mercado, apenas um terço foi reação à mudança de meta, sendo o cenário externo responsável pelo restante. Embora isso “limpe a barra” dele, não deve deixar ninguém tranquilo. A perspectiva de o Fed não cortar os juros em 2024 tem o condão de mexer com a precificação de todos os ativos mundiais, a começar pelos juros no Brasil. Apesar de Roberto Campos ter feito várias colocações ligadas à questão fiscal, os ativos internos só vão se acalmar mesmo quando o cenário externo melhorar, e isso só vai ocorrer quando se vislumbrar a possibilidade de o Fed iniciar o corte de juros. A promessa de que na reunião de maio haveria outra redução de juros no ritmo de 0,50 p.p. já foi revista, o mercado já precifica um corte de 0,25 p.p. e, para que se transforme em uma profecia autorrealizável, basta que o cenário externo não melhore. Ou seja, todas as atenções estão voltadas para os Estados Unidos; na sexta-feira (26/4), será divulgado o PCE, o índice de preços seguido pelo Fed, talvez a última chance de ver as coisas melhorarem no curto prazo. A conferir.

Frase da Semana

“Não há terror em uma explosão, apenas em sua expectativa.”

Alfred Hitchcock

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	4,86	5,05
PIB (%)	3,00	2,90	2,10