



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **59**

14 DE JUNHO DE 2024

Segura que a Kombi
vai tremer

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.



Segura que a Kombi vai tremer

O Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de maio e a reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano – abriram a discussão sobre as perspectivas para a reunião do Copom que acontece na próxima quarta-feira (19/6). Mas a política monetária brasileira vai além desse evento; por isso, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para analisar qual deverá ser o posicionamento do Copom e quais são as perspectivas para a trajetória da Selic até o final do ano.

Não podemos discutir a política monetária brasileira sem entender o que se passa nos Estados Unidos – no OCM 52 explicamos o porquê dessa aparente dependência. Portanto, vamos começar analisando a decisão do Federal Reserve (Fed) da última quarta-feira (12/6).

Ninguém esperava uma mudança nos juros americanos (atualmente no intervalo entre 5,25% e 5,50%), mas isso não diminuía a importância dessa reunião, por dois motivos: o primeiro é que, por ser “cabeça de trimestre”, haveria a atualização das projeções dos dirigentes para diversas variáveis econômicas, incluindo o famoso “gráfico das bolinhas”; o segundo porque, na entrevista pós-reunião, Jerome Powell poderia dar o tom do sentimento do FOMC com relação aos recentes números econômicos, principalmente os dados de emprego e desemprego, divulgados na sexta-feira (7/6), e de inflação, divulgados no mesmo dia da reunião. Mas, depois de tanta expectativa, “a montanha pariu um rato”, e o que acabou mexendo mesmo com o mercado foi um Consumer Price Index (CPI) melhor do que o esperado.

O tal “gráfico das bolinhas” veio ruim. Ao contrário do que o mercado imaginava, ele não reduziu o número de cortes de três para dois, mas para apenas um. Teoricamente isso diminuiria drasticamente a chance de um corte em setembro, mas a entrevista pós-reunião de Powell acabou “empatando o jogo”. Primeiro ele disse que as projeções do “gráfico das bolinhas” são apenas expectativas, e não uma projeção, de forma a reduzir o impacto da mudança maior do que a esperada. Além disso, reconheceu que a maioria dos dirigentes do Fed não alteram suas projeções ao decorrer das reuniões, que duram dois dias. Ou seja, talvez alguns dos dirigentes que projetaram apenas menos de dois cortes (quatro projetaram nenhum corte em 2024) mudassem seu prognóstico se considerassem o CPI divulgado na manhã do segundo dia de reunião. Por fim, Powell minimizou o Payroll mais forte da sexta-feira (7/6), salientando que o equilíbrio do mercado de trabalho voltou para níveis anteriores à pandemia. Juntando tudo, a conclusão é que, se o “gráfico das bolinhas” reduziu as chances de um corte dos juros americanos em setembro, o CPI trouxe essa reunião para o “jogo” de novo, tornando tal evento neutro para o Copom da próxima semana.

O cenário externo é apenas o pano de fundo; o que importa mesmo para a política monetária é o que está acontecendo na economia brasileira – e, nesse caso, as notícias não são favoráveis.

Para começar, a inflação corrente, que vinha ajudando, mostrou piora no dado do IPCA de maio divulgado nesta semana. Além de o número (0,46%) ter vindo no teto das projeções, os dados qualitativos, como 'Média dos núcleos' e 'Serviços subjacentes', interromperam uma sequência positiva e voltaram a acelerar. Se fôssemos definir em uma frase esse resultado, poderíamos dizer que "foi um dado ruim em um momento ruim", visto que a inflação corrente talvez fosse a única boa notícia para o Banco Central do Brasil (BCB) nas últimas semanas.

A parte fiscal piorou, a começar com a mudança da meta de resultado primário para 2025, que passou de um superávit de 0,5% do PIB para 0,0%. Para piorar, a tragédia no Rio Grande do Sul (RS), além de todos os impactos econômicos já discutidos em outros OCMs, vai trazer uma perda de arrecadação expressiva para o governo, resultado da queda na atividade econômica de um ente federal relevante para a economia brasileira. Isso trouxe de volta à tona uma discussão que parecia ter sido esquecida: a mudança de meta fiscal para 2024. O problema é novamente a necessidade de contingenciamento e a resistência de Lula e seu entorno de fazê-lo; e o estopim também será o mesmo: o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP), que será divulgado em julho. Essas questões fiscais afetam a política monetária por dois canais. O primeiro é que, segundo a "regra de bolo" dos BCs, política fiscal expansionista requer uma política monetária contracionista. O segundo é que essa piora na percepção da trajetória das contas públicas foi o gatilho para a piora das expectativas de inflação. Mas, se esse foi o gatilho, o rastilho da pólvora para a explosão das expectativas de inflação foi deixado pelo próprio BCB.

O primeiro "passo em falso" foi dado pelo próprio presidente, Roberto Campos Neto, quando abriu mão da promessa de cortar os juros em 0,50 p.p. na reunião de maio. Não porque não fosse correto, mas porque o jeito certamente não foi o mais eficiente; ou seja, o problema não foi o conteúdo, mas a forma. Voltando no tempo, em um evento da XP Investimentos, durante o encontro de primavera do Fundo Monetário Internacional (FMI), Roberto Campos fez um discurso duro que abriu as portas para a mudança de precificação do mercado sobre o resultado da reunião de maio. Em números, no dia 16 de abril, um dia antes desse evento, o mercado dava 40% de chance de um corte de 0,50 p.p. na reunião de 9 de maio e 60% para um de 0,25 p.p.; já no dia seguinte ao evento, a dúvida era se haveria corte de 0,25 p.p. (96%) ou se os juros seriam mantidos (4%). Até aí nenhum problema. O cenário externo tinha piorado sobremaneira, e as expectativas de inflação para 2025 começavam a se descolar dos 3,50%, nível que vinha sendo mantido desde maio de 2023. Mas um detalhe passou despercebido de todos naquele momento: Roberto Campos não tinha discutido essa "quebra de promessa" com os outros diretores, inclusive Paulo Picchetti, que estava ao seu lado na mesa no evento da XP Investimentos. Esse "deslize" acabou sendo fundamental para que ocorresse a pior combinação possível na reunião do Copom de maio: cinco votos de indicados por Jair Bolsonaro pelo corte de 0,25 p.p., "sugerido" por Roberto Campos em Washington e precificado pelo mercado desde então, e quatro de indicados por Lula pelo corte de 0,50 p.p., mantendo a promessa inicial que, supostamente, havia sido revertida por Roberto Campos. Rastilho de pólvora espalhado, fogo colocado... explosão das expectativas. Antes da reunião do dia 8 de maio, a projeção do Boletim Focus para o IPCA de 2025 já estava em 3,64%, mas a previsão para

2026 ainda se mantinha em 3,50%, nível em que se encontrava há 44 semanas; já nas semanas seguintes, a inflação para o ano que vem foi subindo até chegar a 3,78%, do mesmo modo que a de 2026, que chegou a 3,60%.

No nosso entendimento, outro erro do BCB foi jogar todo o peso dos próximos passos da política monetária nas expectativas de inflação. Obviamente, as melhores práticas de política monetária colocam essa variável como uma das mais importantes para as decisões dos BCs, mas usar as expectativas como “o” fator para determinação da política monetária de curto prazo nos parece uma estratégia arriscada. Primeiro porque um dos principais motivos para a piora do Focus não é a inflação, mas a expectativa de que uma diretoria dominada por indicados por Lula vai ser leniente na condução da política monetária. Seriam apenas títeres do presidente Lula. O segundo motivo é estamos passando por um momento turbulento em que as expectativas de inflação entram em um círculo vicioso no qual a piora do Focus deprecia os ativos brasileiros, que voltam a piorar o Focus e, no fim, a expectativa de manutenção dos juros acaba virando uma profecia autorrealizável.

Portanto, com base em tudo que foi dito ao longo deste OCM, a conclusão direta é que os juros serão mantidos em 10,50% a.a. na reunião de quarta-feira. Indo além, também fica difícil vislumbrar um espaço para quedas dos juros nas próximas reuniões, o que vai nos levar a outra profecia autorrealizável: quanto mais conservador for a atual diretoria do BCB, maior a chance de Lula escolher um presidente mais alinhado com a visão de mundo do PT. No entanto, o atual diretor Gabriel Galípolo se enquadraria nesse perfil? Bem, aqui temos outro caso de profecia autorrealizável. O mercado o vê assim, e uma forma de quebrar esse estereótipo seria votar pela manutenção dos juros nessa reunião. Por outro lado, se fizer isso, perde pontos para ser o próximo presidente do BCB. Ou seja, para continuar cotado, Galípolo teria que votar contra a manutenção dos juros; porém, se fizer isso, reforça seu estereótipo de leniente com a inflação e, se Lula o escolher, corrobora a previsão de que o escolhido seria apenas um títere do presidente. Como quebrar esse aparente “*looping infinito*”? Através de sinais vindos do Palácio do Planalto. O problema é que o que tem vindo de lá são apenas ruídos, como as notícias de “fritura” do ministro da Fazenda, Fernando Haddad, até agora o único fiador da estabilidade fiscal no governo, e a fala de Lula em um evento na quarta-feira (12/6): “*O aumento da arrecadação e a queda da taxa de juros permitirão a redução do déficit sem comprometer a capacidade de investimento público*”. Não faltam ao Brasil círculos viciosos, e os juros altos acabam sendo mais resultado do que causa, o que não significa que o resultado da reunião do Copom não trará mais ruído ao já “barulhento” cenário econômico. A frase do OCM da semana passada pareceu profética: “*Segura que a Kombi vai tremer*”.

Frases da Semana

“O mal do governo não é a falta de persistência, mas a persistência da falta.”

Apparício Torelly (Barão de Itararé)

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	10,00
USDBRL	5,28	4,86	5,20
PIB (%)	3,00	2,90	2,10