



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **60**

14 DE JUNHO DE 2024

Os fatos e os argumentos

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.



Os fatos e os argumentos

Na edição da semana passada de “O Canário da Mina”, comentamos as perspectivas para a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) que ocorreu na última quarta-feira (19/6), à luz dos desenvolvimentos recentes nos cenários externo e interno. Nossa expectativa de ausência de redução da taxa Selic foi confirmada. Nesse ponto, sem grandes novidades, dado que, de acordo com uma pesquisa do *Valor Econômico* feita nas vésperas na decisão, 93,2% do mercado “apostava” na manutenção dos juros em 10,50% a.a. A grande dúvida estava relacionada com o placar da decisão e com a comunicação adotada. Dito isso, ao longo dos próximos parágrafos, vamos discorrer sobre esses dois pontos e suas implicações no cenário prospectivo para a política monetária brasileira.

Depois do imbróglio da reunião de maio, quando ocorreu um racha na votação do Copom que prejudicou a credibilidade do Banco Central do Brasil (BCB) e contribuiu para um aumento na volatilidade dos ativos locais, um dos principais pontos de atenção no encontro desta semana era o placar da decisão. Para alívio de muitos do mercado, todos os diretores do BCB votaram pela manutenção dos juros – reforçando o compromisso dos dirigentes com a meta de inflação, independentemente de terem sido indicados pelo governo A ou B. Apesar desse desenvolvimento favorável, as feridas geradas pelo racha na reunião de maio ainda demorarão para cicatrizar; mas é certo que a adoção de um discurso uníssono a partir de agora irá contribuir para a recuperação da credibilidade da autarquia.

No que diz respeito ao comunicado da reunião per se, havia três pontos de monitoramento: as palavras adotadas para anunciar a manutenção dos juros, o desenvolvimento do chamado “balanço de riscos” e a evolução das projeções de inflação no modelo do BCB.

Começando pelo primeiro item, pode parecer preciosismo achar que a escolha de determinadas palavras mudaria drasticamente a interpretação do comunicado da reunião, mas, quando se trata de política monetária, as sutilezas são muito importantes para o mercado. Nesse sentido, o BCB anunciar que “pausou o processo de redução dos juros” acarretaria uma leitura muito diferente daquela associada a “encerrou o processo de redução dos juros”. No caso, no comunicado está escrito que o Comitê “optou por interromper o ciclo de queda dos juros”, uma escolha de palavras que diminui consideravelmente uma eventual retomada do processo de flexibilização monetária no curto prazo.

O balanço de riscos, por sua vez, permaneceu equilibrado – sugerindo que, na percepção da autoridade monetária, os riscos altistas e baixistas para a inflação estão balanceados. Como na ata da reunião de maio foi exposto que “alguns membros observaram mérito no debate de um balanço de riscos assimétrico para cima”, havia a possibilidade de a maioria optar por essa visão na reunião de junho. Fosse essa a comunicação oficial adotada, e considerando o parágrafo anterior, o BCB estaria indicando não somente que interrompeu o ciclo de queda dos

juros, mas também que o próximo movimento pode ser de alta.

Por fim, talvez a parte mais interessante do comunicado esteja relacionada às projeções de inflação do BCB. No cenário de referência, as estimativas para 2024 e 2025 subiram de 3,8% para 4,0% e de 3,3% para 3,4%, respectivamente. Essa piora já era esperada, dada a deterioração das variáveis do modelo, como o câmbio e as expectativas de inflação, que ocorreu entre a reunião de maio e junho. O que realmente chamou atenção foi a introdução de um cenário alternativo, no qual em vez de a Selic seguir a trajetória do relatório Focus (9,50% a.a. ao final de 2025), permaneceria parada no atual patamar de 10,50% a.a. “ao longo do horizonte relevante”, que inclui o próximo ano. Nessa simulação, o modelo do BCB sugere um Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de 3,1% para 2025, portanto muito próximo da meta de 3,0%.

A última vez que o BCB introduziu um cenário alternativo nessa mesma linha foi na primeira reunião de 2023, em fevereiro, quando o mercado começou a especular sobre a possibilidade do início do ciclo de corte de juros naquele ano. Essa comunicação foi retirada de junho e, em agosto, a Selic foi reduzida de 13,75% a.a. para 13,25% a.a.

Fica claro que, ao trazer à tona o cenário alternativo, o Copom está tentando transmitir uma mensagem. Em 2023, ele queria segurar a euforia com o começo do processo de flexibilização monetária; em 2024, o recado é duro: considerando o contexto atual, a inflação só converge para a meta em 2025 – que é o foco da política monetária no momento – caso os juros permaneçam no patamar atual por um período prolongado.

Ou seja, dada a situação atual de deterioração do câmbio, desancoragem das expectativas de inflação e incerteza com a sustentabilidade fiscal do Brasil, a barra para cortar os juros subiu muito. Ao mesmo tempo, com o balanço de riscos ainda simétrico e a indicação de que uma Selic em 10,50% a.a. seria suficiente para cumprir com a meta do ano que vem, o BCB afasta a possibilidade de um eventual cenário de aumento dos juros – um risco que estava sendo ventilado pelo mercado.

O resultado da reunião agradou o mercado, que viu um maior compromisso do Banco Central com a estabilidade monetária, especialmente depois do imbróglio do encontro anterior. Mas o discurso mais duro é suficiente para reancorar as expectativas de inflação? Acreditamos que não. É provável que o movimento de piora observado recentemente seja amenizado, mas a efetiva reancoragem depende de o novo presidente do BCB demonstrar com ações seu comprometimento com a meta de inflação – e isso só poderá ocorrer em 2025, quando ele tomar posse. A eventual antecipação do nome antes do final do ano (desde que seja palatável para o mercado) e a publicação do decreto da meta contínua de inflação poderiam contribuir também na margem para uma melhora das expectativas.

Se a decisão agradou o mercado, o mesmo não pode ser dito do presidente Lula, que na própria quinta-feira (20/6) já deixou clara sua insatisfação. Não foi a primeira e não será a última vez que ele fará isso, dado que o presidente

precisa de um “bode expiatório” para desviar a atenção do principal motivo para a manutenção dos juros – a piora do quadro fiscal –, e Roberto Campos Neto deu recentemente a oportunidade perfeita para ser usado para esse fim. Sua ida ao jantar no Palácio dos Bandeirantes, casa do governador de São Paulo e possível concorrente na próxima eleição presidencial, Tarcísio de Freitas, foi um “tiro no próprio pé”. O atual presidente do BCB continua sendo acusado pela ala mais radical do governo de sabotar o crescimento do país por motivos supostamente políticos.

Mas essa situação aumenta a chance de Lula escolher um nome heterodoxo para a presidência do BCB? Não achamos que seja o caso. Gabriel Galípolo, atual diretor de política monetária, continua como o favorito para assumir o cargo, até porque possui o apoio do Ministério da Fazenda e transita bem na ala política – de acordo com matéria do Estadão, o diretor teria também boa relação com o chefe da Casa Civil, Rui Costa. Ademais, o fato de Galípolo ter votado pela manutenção dos juros não parece ter gerado revolta no Planalto, pois notícias revelam que a percepção nos bastidores do governo é de que realmente não havia outra opção. Uma coisa é certa: Galípolo ganhou pontos com o mercado em virtude de seu posicionamento nessa reunião.

Com relação à nossa percepção da decisão, está claro que o BCB deu uma prova inequívoca de que o “plano de voo” atual é de manutenção dos juros em 10,50% a.a. até, pelo menos, o final do 1º trimestre de 2025. Por que não até o final do ano? Bom, porque conforme vamos caminhando no calendário, o horizonte relevante da política monetária vai se estendendo para frente e, já no ano que vem, o BCB estará mais preocupado com a inflação de 2026 do que com a de 2025. No caso, é provável que sua projeção para 2026, considerando o cenário alternativo de juros mais altos por mais tempo, esteja inclusive ligeiramente abaixo da meta.

Obviamente, como “contra fatos não há argumentos”, haveria uma tendência natural de que mudássemos nossa projeção para a Selic ao final deste ano, de 10,00% a.a. para 10,50% a.a. No entanto, não podemos também desviar de nossas convicções, como a de que o Banco Central norte-americano deverá começar a cortar os juros em setembro, ou de que o governo vai dar algum sinal de responsabilidade fiscal – provavelmente em julho, quando será divulgado o Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) do 3º bimestre. Talvez o mercado tenha que piorar ainda mais para trazer o governo para a realidade, mas, questão de preço ou não, algum corte de despesas deve acontecer; caso contrário, o Brasil vai embarcar em um ciclo vicioso que prejudicará o próprio governo.

Como esses eventos devem trazer um alívio para o mercado – o dólar, por exemplo, poderá voltar para níveis mais próximos daqueles verificados antes da reunião de maio (cerca de R\$ 5,15) –, poderemos ver outro provérbio funcionando: “quando os fatos mudam, mudam também as minhas convicções”. Dito isso, mantemos a expectativa de que ainda veremos mais dois cortes de juros de 0,25 ponto percentual neste ano – nas reuniões de novembro e dezembro, respectivamente –, mas com a ressalva de que esse cenário depende de um desenvolvimento benigno nas searas doméstica e internacional nos próximos meses. Caso contrário, voltamos para a máxima anterior: “contra fatos não há argumentos”.

Frase da Semana

“O BCB deve ser o primeiro dos pessimistas e o último dos otimistas.”

Dionísio Dias Carneiro

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