



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **62**

05 DE JULHO DE 2024

O cemitério dos economistas

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.



O cemitério dos economistas

Segundo o economista Edmar Bacha, um dos pais do Plano Real, *“o câmbio foi inventado por Deus para humilhar os economistas”*. Portanto, falar sobre essa variável com “múltiplas funções” é um negócio arriscado. Mas, mesmo correndo esse risco, usaremos a edição de hoje de “O Canário da Mina” (OCM) para falar dele, o câmbio.

Vamos começar discorrendo exatamente sobre suas múltiplas funções. A primeira é uma medida de preço relativo. No comércio internacional, reflete as relações de trocas do Brasil com o mundo. Nesse sentido, ele não deveria ficar muito tempo longe de seu preço de equilíbrio. Grosso modo, se a moeda estiver mais barata (mais desvalorizada) do que seu equilíbrio, os produtos brasileiros deveriam ficar mais baratos que seus pares internacionais, ocorrendo o inverso com os produtos importados; com isso, aumentariam as exportações e cairiam as importações, fazendo com que entrassem liquidamente mais dólares até que o equilíbrio fosse restaurado. Só que o câmbio também é uma medida de força da moeda; por isso, períodos em que ocorrem surpresas positivas com o crescimento tendem a fortalecer a moeda nacional no mercado internacional. Em países com baixo crescimento, a sociedade encontra-se mais pobre, e a moeda tem que refletir isso. Mas a moeda é também reflexo dos juros, que são o preço do dinheiro em cada país, portanto aqueles com taxa de juros reais mais altas tendem a ter uma moeda mais valorizada. A palavra “real” aqui é muito importante porque todos os equilíbrios cambiais de que falamos são a respeito da taxa de câmbio real, uma vez que um país com inflação alta deve ter uma taxa de câmbio mais desvalorizada, porque sua taxa de juros real é mais baixa. Um exemplo disso é a Argentina. Tem uma taxa de juros alta (49,15% a.a.), mas uma inflação mais alta ainda (276,4% no acumulado em 12 meses), por isso a taxa de câmbio oficial, controlada, é de USD/ARS 911,75 enquanto no “paralelo” (dólar Blue) chega a mais de USD/ARS 1.400,00, um ágio superior a 50%.

Por fim, o câmbio também é uma medida de risco, porque a “corrida” por uma moeda forte reflete a busca de proteção frente ao risco. Pode ser o risco de um “calote”, pode ser o risco de uma intervenção estatal na economia. No caso brasileiro, podemos pensar que o primeiro não deveria existir, uma vez que quase não temos dívida externa e as reservas somam mais de R\$ 350 bilhões, mas, quando o último se instaura, tudo acaba se misturando. Por exemplo, ao longo de junho, o dólar se valorizou quase 7% em relação ao real, enquanto o CDS¹ brasileiro de 5 anos subiu mais de 18%. Podemos até argumentar que não foi só no Brasil. No México, o peso se desvalorizou mais de 8%, e o CDS de 5 anos subiu mais de 17%. Contudo, essa comparação apenas reforça nossa conclusão anterior – a piora dos ativos mexicanos começou após uma eleição geral, na qual a candidata do atual presidente, Cláudia Sheinbaum, foi eleita com mais de 60% dos votos, e sua coalização alcançou uma maioria qualificada que lhe permitirá alterar a Constituição mexicana.

Bem, considerando tudo o que foi dito, parece que o motor para a desvalorização do real nas últimas semanas foi o risco político. O Brasil está crescendo mais do que todos esperavam; a inflação está dentro do intervalo de tolerância de nosso sistema de metas e não muito diferente de países como Estados Unidos; os juros reais podem ser

¹ Credit Default Swap, um seguro contra o default da dívida externa, considerado atualmente a melhor medida de risco-país.

chamados de qualquer coisa, menos de pequenos. Portanto, por eliminação, chegamos ao risco político como principal fonte de pressão sobre o real. Para reforçar esse ponto, vamos voltar à comparação com o México, só que reduzindo o período de comparação para os últimos 15 dias, completados na terça-feira (2/7). Nesse período, enquanto o real caiu 4,60%, o peso mexicano subiu 0,81% frente ao dólar; ou seja, aparentemente não houve um fator comum externo que justificasse uma desvalorização cambial tão expressiva. Certamente não por coincidência, esse também foi o período em que o presidente Lula intensificou sua agenda de entrevistas em vários cantos do Brasil. No dia 18 de junho, ele foi entrevistado pela rádio CBN; no dia 20, pela rádio Verdinha; no dia 21, pelas rádios Meio FM e Mirante News FM; no dia 26, pelo portal de notícias UOL; no dia 27, pela rádio Itatiaia; no dia 28, pela rádio O Tempo; no dia 1º de julho, pela rádio Princesa; e, finalmente, no dia 2, pela rádio Sociedade. Não há nenhum problema de o presidente da República falar com seus governados, mas o tom raivoso e o conteúdo voltado para sua base contribuíram para a piora dos mercados. Dizer que *"o problema não é ter que cortar, o problema é saber se precisa efetivamente cortar, ou se a gente precisa aumentar a arrecadação"*, quando o mercado já não acredita mais nesse modelo de equilíbrio fiscal, ou a frase *"isso [a política monetária] vai melhorar quando eu puder indicar o presidente do Banco Central, vamos construir uma nova filosofia"*, mesmo tirada de contexto, não ajuda em nada em um momento em que o mercado teme interferência política na próxima diretoria do Banco Central do Brasil (BCB), quando os indicados por Lula serão maioria (7x2) no Comitê de Política Monetária (Copom). Por fim, dizer que *"temos que fazer alguma coisa [para acabar com a desvalorização do real]. Eu não posso falar aqui o que é possível fazer, porque eu estaria alertando os meus adversários"* é como jogar gasolina em um incêndio, já que agora, aos riscos econômico e político, acrescenta-se o risco de uma intervenção governamental. E aqui não estamos falando de o BCB intervir no mercado, mas de o governo "abrir suas caixas de ferramenta" e, como sugerido por Luiz Gonzaga Belluzzo, em artigo do Valor do dia 2 de junho, tomar medidas de controle de capitais. Por isso, não deve causar surpresa o fato de, nesse período, o real ter se desvalorizado mais de quatro vezes mais que sua "concorrente" mais próxima – um indicador forte de que o problema é interno e as falas do presidente foram o motor da piora. Posto isso, a pergunta que vem à cabeça é: por que ele fez isso?

Bem, a resposta "menos pior", mas que mesmo assim não deve tranquilizar ninguém, é que estamos próximos da eleição municipal, considerada decisiva pelo Palácio do Planalto para plantar as bases para o pleito de 2026. Então pode ser que o tom de palanque usado por Lula em suas últimas aparições tenha sido exatamente isso, uma plataforma eleitoral. Custosa para o Brasil, mas apenas uma plataforma. A pior resposta seria que Lula estava realmente convencido de que estava certo e, apesar disso, finalmente ouviu seu ministro da Fazenda a respeito dos efeitos deletérios de suas falas e, na última quarta-feira (3/7), amenizou o tom. Em discurso no lançamento do Plano Safra 2024/2025, Lula não criticou Roberto Campos e disse que *"a responsabilidade fiscal não é uma palavra, mas um compromisso deste governo desde 2003"*. O resultado foi uma valorização de 1,70% do real frente ao dólar, a maior em 2 anos. À noite, Fernando Haddad reforçou o discurso dizendo que *"a determinação é que o arcabouço seja preservado a todo custo. O que significa dizer que o relatório que vai se apresentar no dia 22 de julho pode significar algum contingenciamento e algum bloqueio que serão suficientes para que o arcabouço seja cumprido"*; com isso, tivemos mais um dia positivo na quinta-feira (4/7).

O pior parece que já passou, mas, nessa confusão toda, será que o BCB não deveria ter intervindo no mercado de câmbio, seja à vista, seja no futuro? Essa foi uma pergunta feita por muitos no mercado e fora dele, e a ausência do BCB para impedir a desvalorização do real seria, na visão de Lula e do PT, a prova definitiva de que Roberto Campos é um bolsonarista infiltrado para destruir o governo. A resposta, por mais dolorosa que seja, é: não. Principalmente porque não havia disfuncionalidade no mercado. Mas o que seria isso? Seria o caso em que quem quer comprar não acha vendedor; por exemplo, um cenário de fuga de capitais em que a “porta de saída” ficou estreita. Nesse caso, o BCB deveria fornecer dólares ao sistema para interromper esse desequilíbrio. Outro exemplo, que inclusive foi o motivo da última intervenção do BCB no mercado, é quando temos uma entrada ou uma saída muito grande programada. Como a mesa de câmbio do BCB tem acesso a todas as operações, sabendo que algo desse tipo vai ocorrer, irriga o mercado à vista de dólares e/ou fornece swaps cambiais ao mercado futuro. Na desvalorização recente do real, nenhuma dessas duas situações estaria ocorrendo. No fim, a decisão do BCB de esperar o mercado se equilibrar por si só acabou se mostrando acertada.

A conclusão é que não tivemos uma “corrida contra o real”, como Lula e o PT acreditavam, apenas uma reação a uma série de declarações desastradas do presidente, em um momento em que havia uma hipersensibilidade a respeito da questão fiscal. O Arcabouço Fiscal, que mal começou, já está “fazendo água”. A volta do dólar após falas minimamente coerentes do presidente é a melhor prova disso. Se esse movimento de melhora será consistente ou não, vai depender de provas de que o discurso de comprometimento com o equilíbrio fiscal não é apenas da “boca para fora”. Um bom termômetro disso será a divulgação do Relatório de Avaliação de Receitas e Despesas Primárias (RARDP) no dia 22 de julho. Caso haja um contingenciamento/bloqueio de despesas a contento, o mercado poderá interpretar que existe uma diferença entre o discurso e a prática; caso contrário, o que vimos nas últimas duas semanas será mais regra do que exceção. Por enquanto está mantida nossa projeção de o dólar fechar 2024 a R\$ 5,20, mas nunca podemos nos esquecer de outra frase sobre projeção de câmbio: “O câmbio é o cemitério dos economistas”.

Frase da Semana

“Nunca se deve desperdiçar uma crise.”

Fernando Henrique Cardoso

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