



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **77**

18 DE OUTUBRO DE 2024

Beleza e paciência

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.



## Beleza e paciência

Na semana passada, falamos sobre os riscos internos e externos que podem afetar os ativos brasileiros no curto prazo. Só que isso parece até um “luxo” quando já temos o dólar acima de R\$ 5,60, a taxa de juros real das NTN-B acima de 6,50% a.a. e o mercado precificando mais de 13,00% a.a. para a Selic no atual ciclo de aperto monetário. Nossos ativos já não estão estressados o suficiente? Ou será esse nosso “novo normal”? Portanto, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para tentar responder a essas perguntas, aproveitando para reforçar as ligações entre política monetária e política fiscal.

A resposta à última pergunta é fácil. Não, pelo menos no que se refere aos juros reais e nominais que temos atualmente na economia brasileira. Não estamos fadados a ter uma taxa de juros real acima de 6,50% a.a., nem uma nominal acima de 13,00% a.a., até porque, se esse fosse nosso “novo” normal, seria melhor “alugar o Brasil”, como na música de Raul Seixas, pois qualquer atividade produtiva por aqui estaria fadada ao fracasso. Já a resposta à primeira pergunta é mais difícil porque o governo de Dilma Rousseff mostrou que sim, os ativos brasileiros podem ter ainda mais estresse. Por exemplo, nos estertores de seu mandato, as taxas de juros reais no Brasil, medidas pela taxa equivalente a uma NTN-B de 5 anos, chegou ao máximo de 7,93% a.a. em 22 de setembro de 2015, enquanto a taxa Selic estava em 14,25% a.a., também máximo histórico. Portanto, pior sempre pode ficar. Contudo, será que é possível pensar que a taxa de juros real pode chegar a um nível acima de 7,00% a.a., só alcançado durante um governo que estava sob um processo de impeachment, ou no Banco Central do Brasil (BCB) tendo que elevar os juros a um nível que vigorava quando a inflação corrente era de 9,50% no acumulado em 12 meses, mais que o dobro da meta de 4,50% que vigorava na época?

Um conceito que ajuda a responder a essa pergunta é o da potência da política monetária, que é a força que mudanças nos juros teriam sobre a economia, notadamente a inflação. Por exemplo, quanto maior for o crédito direcionado, menor a potência da política monetária, porque como estes têm taxas de juros predeterminadas, ficam de certa forma menos expostos aos movimentos da Selic. Portanto, para um mesmo nível de juros, quanto maior for o nível de crédito direcionado, menor será seu impacto sobre a economia. Pensando de forma reversa, para alcançar o mesmo nível de inflação, o BCB teria que elevar mais os juros, quanto maior fosse o nível de crédito direcionado na economia. Comparando o momento supracitado de máximo estresse do mercado com a situação atual, notamos que a participação do crédito direcionado no total do mercado de crédito era 17,4% maior naquela época do que agora. Ou seja, por esse ponto de vista, a potência da política monetária é maior agora do que em setembro de 2015. Entretanto, há outro canal, um pouco mais controverso, que também pode reduzir a potência da política monetária – a composição da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi).

A questão aqui é que quanto maior for a participação de títulos atrelados à Selic, menor será a potência da política monetária, por dois motivos. O primeiro é que se sua remuneração estiver atrelada aos juros correntes, uma parte do

ajuste esperado pelo BCB com o aumento dos juros “vaza” para os detentores desses títulos, os quais recebem uma remuneração maior por detê-los. Isso não acontece com os papéis em que as taxas são pré-fixadas. Além de a remuneração ser predeterminada e, conseqüentemente, não variar com as variações da Selic, se as médias dessas taxas estiverem abaixo daquelas determinadas pelo BCB, trarão, no fim, uma perda média de curto prazo para seus detentores – aumentando, então, a potência da política monetária. O segundo motivo é que a prevalência de títulos atrelados à Selic na composição da dívida pública pode diminuir a potência da política monetária, por elevar a chance de o país entrar na chamada dominância fiscal. Mas o que é isso?

A dominância fiscal ocorre quando aumentos dos juros pelo BCB, em vez de reduzirem a inflação, acabam por aumentá-la. Esse conceito pode parecer estranho, mas ocorre porque, a partir de certo nível de juros, o risco de uma crise de dívida fica tão grande que o impacto que isso tem sobre o câmbio – e, conseqüentemente, sobre a inflação – mais que compensa o impacto que os juros teriam sobre a inflação. Isso significa que a política monetária não apenas perde potência, como, na verdade, passa a ser contraproducente. Obviamente o risco de entrarmos em dominância fiscal aumenta quanto maior a dívida e quanto maior for sua parte indexada à Selic. Qual é o nível em que isso acontece? Difícil dizer, até porque, apesar de na teoria ser um processo, a dominância fiscal acaba se dando como uma ruptura. Entretanto, podemos afirmar que, na comparação com setembro de 2015, atualmente temos mais títulos indexados à Selic como proporção da DPMFi: 38,80% versus 6,92%. Tais números a princípio são surpreendentes, mas passam pela diferença de estratégia do Tesouro Nacional nos dois períodos. Enquanto em 2015 ele aceitou pagar mais pela dívida pré-fixada – que chegou a 43,18% do total –, agora prefere não chancelar o estresse do mercado. O resultado é que atualmente temos apenas 22,25% de pré-fixados. A diferença de estratégia se reflete na diferença do custo da dívida. Em 2015 ela era de 13,13% a.a., chegando a 16,46% a.a. em janeiro de 2016; agora está em 10,17% a.a. Estratégias diferentes, para momentos diferentes, mas, voltando à nossa questão da potência da política monetária, sem dúvida ter uma quantidade expressiva de títulos indexados à Selic na composição da DPMFi aumenta a necessidade de juros mais altos para trazer a inflação para baixo.

Menos crédito direcionado, mais dívida indexada à Selic. No final, a potência da política monetária é maior ou menor? Vamos precisar de mais juros ou não? Talvez a resposta a essa pergunta passe pelo câmbio.

Tendo em vista a diferença das cotações 12 meses antes dos dois momentos (setembro de 2015 e agora), temos a prova definitiva de por que não podemos considerar justo que os ativos brasileiros se aproximem do que aconteceu nos estertores do governo Dilma. Enquanto lá a desvalorização do real chegou a impressionantes 67,45%, agora são “apenas” 14,45%. Em termos inflacionários, enquanto no primeiro caso o impacto seria de 2,7 p.p. no IPCA, no último teríamos 0,6 p.p. Como prova definitiva, se aplicássemos a mesma desvalorização ocorrida em 2015 para os valores atuais, o dólar da última quinta-feira (17/10) seria R\$ 8,42. Portanto, podemos concluir que, ao olhar para a mesma taxa de juros real de 5 anos em 6,70% a.a. e para uma projeção de Selic em 13,50% a.a., a pergunta não deve ser se pode piorar, mas o que pode acontecer para tirar esse prêmio excessivo que há nos ativos brasileiros neste momento.

A resposta óbvia seria dizer: “Um ajuste fiscal com redução das despesas, e não com o aumento das receitas”. Mas se isso parece tão óbvio, por que não é feito? A resposta correta é: porque o governo não acredita nisso. De todo modo, ele pode ser “forçado a acreditar” pela piora dos mercados; e, quando falamos “mercados”, referimo-nos especificamente ao câmbio, uma vez que é a variação do dólar que faz com que os políticos em Brasília percebam a gravidade do momento. Por isso, as “coisas” no Brasil só avançam no “solução”, a situação tem que piorar; ou seja, o real precisa ter depreciação primeiro, para que, só depois, alguma medida de ajuste seja aprovada. Talvez não seja coincidência que, após o dólar voltar a flertar com o nível de R\$ 5,70, voltamos a ver promessas de ajustes nos gastos para depois do 2º turno das eleições municipais. Os boatos são fortes, mas parece que as apostas maiores ficam para mudanças no abono salarial, no seguro-desemprego e no Benefício de Prestação Continuada (BPC), como comentamos no OCM da semana passada.

Portanto, a conclusão a que chegamos é que o principal motivo da piora dos mercados por aqui parece ser exagerado. Seja por problemas externos, seja pelo fato de o governo do Brasil estar no modo “beleza e paciência”<sup>1</sup> com a questão fiscal, a questão é que os níveis dos ativos brasileiros são insustentáveis; logo, não podem perdurar. O problema é que o conceito de tempo nesse caso é bastante subjetivo e, como sabemos, “tempo é dinheiro”. Só o dólar não se enquadra nessa rubrica “insustentável”, por ser um preço relativo que tem outras motivações além das peripécias do governo. E é exatamente esse ativo “indomável” que pode tirar o pessoal do Palácio do Planalto e/ou do Congresso da inanição do modo “beleza e paciência”. A desvalorização do real pode mostrar que “beleza”, o tempo político é diferente do econômico, mas que “paciência” tem limites.

## Frase da Semana

*“Não há soluções políticas para problemas econômicos”.*

Joelmir Beting

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,60	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	11,50	11,50
USDBRL	5,28	4,86	5,40	5,60
PIB (%)	3,00	2,90	3,10	2,00

<sup>1</sup> Se conseguir o equilíbrio fiscal, beleza, se não, paciência.