



CARTA SEMANAL

O Canário
da Mina **80**

08 DE NOVEMBRO DE 2024

Bolo de rolo

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.



Bolo de rolo

No final das contas, deu Donald Trump nas eleições americanas. E não foi uma vitória qualquer. Além de abrir uma vantagem maior do que a esperada no Colégio Eleitoral, ganhou no voto popular e levou a Câmara e o Senado. No Brasil diríamos que fez “barba, cabelo e bigode”. Mas não foi só isso que aconteceu de importante nesta semana. No Brasil, tivemos também a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom). Portanto, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir como a vitória de Trump impacta os ativos brasileiros e a política monetária por aqui.

Antes do encerramento da votação na última terça-feira (5/11), a expectativa era de uma eleição apertada. Tínhamos até levantado, no OCM da semana passada, a questão da recontagem automática em vários estados, devido à expectativa de haver pequenas margens de votos entre Donald Trump e Kamala Harris. Algumas reportagens consideravam até a possibilidade de haver um empate onde cada um tivesse 268 “electors” – lembrando que isso favoreceria Trump, pelo fato de os republicanos controlarem a Câmara, onde o desempate seria decidido. Entretanto, o que se viu foi que Trump ganhou a eleição com uma vantagem de mais de 80 “electors” e ainda levou a Câmara e o Senado, hipótese à qual a consultoria política Eurasia atribuía apenas 31% de chance. Se considerarmos que os republicanos também têm maioria na Suprema Corte (6 x 3), podemos dizer que foi um verdadeiro “red sweep”¹. Certamente isso dará mais força para que Trump coloque em prática suas ideias, talvez até o *Project 2025*². Mas como isso pode afetar o Brasil e o Copom? A resposta é só uma: inflação.

Para entender o porquê, temos que pensar primeiro em seu mantra da campanha – *Make American Great Again* (MAGA). Esse slogan vai muito além de um mote para conquistar o eleitor americano que perdeu o emprego para outros países, notadamente a China, durante a globalização. Essa seria uma questão dogmática de Trump.

Por exemplo, em uma entrevista em 1989 à ABC News, ou seja, há longínquos 35 anos, Trump disse: “*Eu acredito muito em tarifas, os EUA estão sendo roubados*”. Cortando para outubro de 2024, ele afirmou: “*Tarifa é a palavra mais bonita do dicionário*”. Mas não é só de protecionismo que é feito o MAGA. Há também uma ideia arraigada em Trump de que a entrada de imigrantes ilegais é desleal para os trabalhadores dos EUA. Em seu livro *The America We Deserve* (“Os EUA que merecemos”, em tradução livre), lançado em 2000, ele escreveu o seguinte: “*A nossa atual permissividade em relação à imigração ilegal é a prova da negligência e da desconsideração às pessoas que vivem aqui legalmente*”. Portanto, temos bons motivos para crer que ele está falando sério quando diz que vai aumentar as tarifas sobre os produtos chineses em 60%, sobre os dos demais países em 10% e deportar imigrantes ilegais. Todas as medidas nitidamente inflacionárias.

O aumento das tarifas pode tornar mais caros os produtos importados pelos consumidores americanos, mesmo aqueles que acabem sendo substituídos por similares produzidos nos Estados Unidos – se a produção foi mandada

¹ Que poderia ser traduzido como “varrida vermelha”, pois vermelha é a cor do partido republicano.

² Iniciativa do grupo independente Heritage Foundation, que sempre foi visto como o programa de governo de Trump, mas era altamente rejeitado pelo eleitor americano e foi citado em OCMs anteriores.

para fora, algum motivo tem. No primeiro mandato de Trump, o crescimento do protecionismo americano não causou esse feito; por que causaria agora? Por uma diferença comportamental. Há 8 anos, os EUA estavam passando pelo que foi conhecido como “*Great Moderation*”, que representou um período de 20 anos no qual a inflação deixou de ser um problema para os americanos. Por isso, os formadores de preço daquela época preferiam reduzir suas margens a repassar os aumentos de custos, para não perder fatia de mercado (*market share*). Agora temos uma situação completamente diferente. Após a inflação atingir o pico de 9,1% no período pós-pandemia, os consumidores se tornaram menos reativos à alta de preços, abrindo espaço, com isso, para que a elevação de custos seja repassada ao longo da cadeia de preços.

Já no caso da restrição à imigração, que incluiria inclusive a deportação de milhares de pessoas em situação irregular, o problema se daria por uma questão simples de oferta e demanda no mercado de trabalho. A imigração aumenta a oferta de mão de obra no mercado de trabalho americano e, mais importante, preenche vagas que o americano médio não se dispõe a ocupar. Portanto, uma redução nesse contingente, mesmo considerando que não haja um aumento na demanda por trabalho, causaria um desequilíbrio no mercado. Como sabemos, até de forma intuitiva, se a demanda por um bem supera sua oferta, a consequência é o aumento no preço desse produto. No caso do mercado de trabalho, o preço é o salário, que é custo para empresas – que, pelos mesmos motivos supracitados, têm agora mais “poder de mercado” para repassar esse custo para os preços finais.

Juntando as duas coisas (tarifas e restrições à imigração), o resultado será mais inflação. Por isso acredita-se que, se essas promessas de campanha forem efetivamente implementadas, o CPI (o IPCA de lá) pode subir até 2,0 p.p. com relação ao nível que teria no caso contrário. Mais inflação, juros mais altos e, conseqüentemente, dólar mais forte internacionalmente – e real mais desvalorizado.

Contudo, a imposição de tarifas sobre os produtos chineses pode ter outro efeito colateral para a economia brasileira. Assim como no caso da inflação americana, quando se trata da economia chinesa a situação também é bem diversa de quando Trump implementou a primeira rodada de aumento de tarifa. Enquanto em 2018 a China crescia a um ritmo de 7,0%, agora, depois do estouro de uma bolha no setor imobiliário, as autoridades chinesas estão “penando” para cumprir o objetivo de crescer 5,0% em 2024. Por isso, as estimativas de redução no ritmo de crescimento do PIB chinês, caso os EUA realmente elevem as tarifas para 60%, variam entre 1,0 p.p. e 2,5 p.p. Menos crescimento na China – o maior destino externo de nossos produtos – significa menos exportações, menos entrada de dólares e real mais desvalorizado.

A conclusão é que as políticas de Donald Trump provavelmente resultarão em câmbio mais depreciado no Brasil, gerando uma inflação alta e reduzindo, portanto, o espaço para queda de juros por aqui. Não sabemos se ele será um bom presidente ou não – só o tempo dirá –, mas certamente os riscos para o Brasil aumentaram.

² <https://www.realclearpolling.com/elections/president/2024>.

³ <https://projects.fivethirtyeight.com/2024-election-forecast/#electoral-college-probability>.

⁴ <https://www.predictit.org/markets/detail/7456/Who-will-win-the-2024-US-presidential-election>.

O Copom, que nesta semana elevou os juros em 0,50 p.p. – de 10,75% a.a. para 11,25% –, fez uma referência muito sutil a esse crescimento de risco ao inserir no comunicado da reunião que *“O ambiente externo permanece desafiador, em função, principalmente, da conjuntura econômica incerta nos Estados Unidos”*. Mas essa não foi a parte mais importante. O que realmente está nos impelindo a mudar a projeção da trajetória de juros, tanto para este ano quanto para 2025, é a projeção do modelo de referência para o horizonte relevante de política monetária: 3,6%. Traduzindo o “copomnês”, isso significa que se a curva de juros projetada no Focus for seguida à risca pelo Banco Central do Brasil (BCB), a inflação na “alça de mira” do Copom vai ser 3,6%, 0,6 p.p. acima da meta de 3,0%. Considerando a regra de bolo de que para cada 0,4 p.p. acima da meta, os juros têm que ser elevados em 1,0 p.p., o que o comunicado indica é que a Selic precisará ser elevada 1,5 p.p. além do Focus, que mostra 12,50% a.a. no final do ciclo e 11,50% a.a. no final de 2025. Portanto, seguindo o “manual”, os juros teriam que subir algo entre 13,00% a.a. e 14,00% a.a., a depender da velocidade com que se chegaria a cada um desses níveis. Então é isso que nos espera? Talvez não, a depender da postura da política fiscal, notadamente o tal pacote de redução das despesas obrigatórias do Orçamento, que vai, volta e não sai. O comunicado trouxe um aviso para o governo sobre isso: *“A percepção dos agentes econômicos sobre o cenário fiscal **tem afetado, de forma relevante, os preços de ativos e as expectativas dos agentes, especialmente o prêmio de risco e a taxa de câmbio.** O Comitê reafirma que uma política fiscal crível e comprometida com a sustentabilidade da dívida, **com a apresentação e execução de medidas estruturais para o orçamento fiscal,** contribuirá para a ancoragem das expectativas de inflação e para a redução dos prêmios de risco dos ativos financeiros, consequentemente impactando a política monetária”*. Os trechos em negrito não constavam no comunicado da reunião anterior, e a discussão atual sobre “o tal pacote” indica que não foram colocados por acaso. Por isso, vamos esperar para ver o que sai de Brasília antes de aumentar nossa projeção para a trajetória de juros das próximas reuniões.

Um mundo mais protecionista e um dólar forte, economicamente é isso que se espera do governo Trump. Se é isso que teremos, só o tempo dirá, mas o BCB já colocou as “barbas de molho”, considerando o ambiente externo desafiador por causa da *“conjuntura econômica incerta nos Estados Unidos”*. O resultado disso para a política monetária do Brasil? Mais juros e, provavelmente, mais do que esperamos agora. O pacote fiscal pode dar um alívio, mas a demora na divulgação indica que pode ser apenas uma vitória momentânea – se o presidente precisa ser convencido de que é necessário um ajuste nas contas públicas a esta “altura do campeonato”, é porque ele não acredita nisso; e se você não acredita em algo, certamente não vai fazer bem-feito. Portanto, nossas projeções de juros estão sob revisão e, provavelmente, devem mostrar uma Selic de fim de ciclo de 13,00% a.a. A conferir.

Frase da Semana

“Prefiro reinar no inferno a servir no paraíso.”

Steve Bannon (ex-assessor político de Donald Trump)

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	5,50	5,70
PIB (%)	3,00	2,90	3,10	2,00