



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 22

22 DE SETEMBRO DE 2023

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 será o objetivo de **“O Canário da Mina”**, artigo semanal que a G5 Partners passará a divulgar toda sexta-feira: fugir do “lugar comum” e não se limitar a ser apenas um compêndio do que aconteceu ao longo dos dias anteriores ou do que acontecerá nos próximos; o intuito é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.





Esta foi a semana dos Bancos Centrais. Houve reuniões de política monetária no Reino Unido, no Japão e na China, isso ao restringirmos a amostra apenas às principais economias mundiais. Entretanto, a despeito da importância dos demais, os encontros que nos interessam ocorreram no Brasil e nos Estados Unidos. Nem tanto pelo resultado em si, dado que a redução dos juros em 0,50 p.p. por aqui e a manutenção por lá eram amplamente esperadas, mas sim pelas sinalizações que poderiam vir. Portanto, vamos usar “O Canário da Mina” (OCM) de hoje para tentar decifrar o que o Federal Reserve (FED) indicou para os próximos passos da política monetária na terra do Tio Sam. E o Banco Central do Brasil (BCB)? Fica para semana que vem, quando conheceremos a ata da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), um documento muito mais completo do que o comunicado pós-reunião.

Como supracitado, a decisão do Federal Open Market Committee (FOMC) — o Copom americano — de manter os juros em 5,25% a.a.¹ era altamente esperada. Segundo os cálculos do CME Group, nos momentos anteriores à divulgação do resultado, o mercado atribuía 99% de chances de isso ocorrer. Por isso, em busca de “pistas” sobre os próximos passos do BC americano, as atenções voltaram-se para o comunicado pós-reunião, as projeções do FED e a entrevista de seu presidente, Jerome Powell: o ciclo de alta dos juros havia se encerrado ou não? Quando poderíamos esperar o início dos cortes?

O comunicado trouxe poucas respostas para essas perguntas. Apenas atualizou o cenário econômico, considerando o nível de atividade mais forte do que na reunião de agosto e um mercado de trabalho mais equilibrado. Por isso a “estrela do dia” acabou sendo o Sumário de Projeções Econômicas (SEP na sua sigla em inglês) e seu famoso “gráfico das bolinhas”².

¹Na verdade 5,25% e o piso de um intervalo que vai até 5,50%, dentro do qual a taxa básica pode flutuar livremente no dia a dia do mercado. Ao longo do texto sempre usaremos o piso.

²O “gráfico das bolinhas” (*dot plots*, em inglês) tem esse nome porque todos os dirigentes do FOMC, mesmo os que não votam, fazem suas previsões para o nível dos juros para o final de cada ano, e estas são colocadas em um gráfico. A fim de manter a impessoalidade das projeções, cada projeção é identificada por uma “bolinha”, mas todas são da mesma cor.

Para começar, vale a pena notar a coerência do SEP com o Comunicado. Como citado no parágrafo anterior, o FED constatou um nível de atividade mais forte e isso se refletiu na mudança das projeções de crescimento do PIB tanto para 2023, quanto para 2024, com o primeiro passando de 1,0% em junho³ para 2,1% em setembro e último de 1,1% para 1,5%. Para 2025 e 2026 as projeções ficaram em 1,8%, mesmo valor do PIB potencial. Vale a pena destacar que a expectativa do FED para o crescimento da economia americana neste ano mais que dobrou em apenas três meses, o que, como veremos, acabou por influenciar, tanto os “gráficos das bolinhas”, quanto a entrevista de Powell.

Nas outras variáveis projetadas, em consonância com a projeção de crescimento maior, a Taxa de Desemprego caiu ao longo de todo horizonte de projeção, mas ficando abaixo da considerada “neutra” apenas em 2023, talvez refletindo a expectativa de um mercado de trabalho mais equilibrado como enfatizado no Comunicado. Já a inflação, converge para a meta de 2,0% apenas em 2026, corroborando a trajetória de manutenção das taxas em patamares elevados por um longo período (higher for longer no temo em inglês), como explicitado pelo “gráfico das bolinhas”.

Bem, depois de tanto citar, vamos analisar o tal “gráfico das bolinhas”. O primeiro recado dele é que o FED espera mais uma alta de juros até o final do ano, de modo que estes fechem 2023 a 5,50% a.a., o nível mais alto desde janeiro de 2001. Entretanto, não foi esse o motivo para o estresse do mercado, pois tal resultado já aparecia na reunião de junho. O que realmente fez a diferença foi a mudança na projeção para 2024, cuja mediana aumentou 0,50 p.p., passando de 4,6% a.a. para 5,1% a.a. Como esse valor reflete o meio do intervalo de flutuação das taxas (ver nota de rodapé 1), estamos falando que a Fed Funds Rate (FFR) — a Selic americana — passou de 4,50% a.a. para 5,00% a.a. Além disso, segundo as projeções do FED, a taxa de juros ficaria acima do nível considerado neutro (2,5% a.a.) para além de 2026 (horizonte máximo das projeções do SEP). Considerando que o próprio FED projeta que a inflação medida pelo PCE converge para a meta em 2026, temos aqui uma pergunta interessante: não estaria o FED trabalhando na verdade com uma taxa de juros neutra de equilíbrio mais alta?

Como esse fato não passaria despercebido pelos jornalistas na entrevista pós-reunião de Powell, ele acabou sendo tema de uma das perguntas feitas ao presidente do FED, e sua resposta foi um dos motivos de os mercados terem piorado tanto: *“É certamente plausível que a taxa neutra esteja agora mais alta do que a de longo prazo”* (em tradução livre)⁴. Em bom português, isso significaria não só que a FFR ficaria mais alta por mais tempo, mas também que seu nível final seria mais alto do que o esperado anteriormente. Bons motivos para se preocupar. Mas tinha mais. Como é lugar comum considerar que a inflação pode ser controlada sem que haja uma contração da economia, o chamado “soft land”, algum jornalista resolveu perguntar a Powell o que o FED acha disso, e a resposta desconcertou muitos: *“não diria que pouso suave é o cenário-base”* (em tradução livre)⁵. No mais, ele falou que o mercado de trabalho está mais equilibrado e, repetindo o comunicado, que as expectativas de inflação estão ancoradas — indicações positivas, mas que não foram suficientes para reverter o mau humor pós-FOMC.

³ O SEP só é divulgado nas reuniões de março, junho, setembro e dezembro.

⁴ Plausible that natural interest rate is higher than L-Run rate”.

⁵ “wouldn’t call soft landing a baseline expectation”.

A conclusão final a respeito da reunião do BC americano desta semana é que ela foi quase como uma “tempestade perfeita” para os mercados. Primeiro mostrou que a expectativa do FED é manter os juros mais altos por mais tempo. Além disso, indicou que talvez a taxa final seja mais alta do que a esperada e, por fim, disse que o cenário de “pouso suave” do mercado não parece plausível para o BC americano. Mas o que achamos disso?

Para iniciar a conversa, devemos lembrar a frase de William Martin, presidente do FED entre 1951 e 1970: *“O papel do Banco Central é tirar a tigela do ponche de cena quando a festa começa a ficar animada”*. Ou seja, a função dos BCs é ser o “chato de plantão”, o que significa que ele tem que ser mais conservador do que a média do mercado. Posto isso, até concordamos que o juro neutro nos EUA possa estar mais alto do que os 2,5% a.a. atualmente projetados, uma vez que essa parece ser uma tendência mundial – inclusive no Brasil, onde, pelo cálculo do BCB, o juro real neutro passou de 4,0% a.a. para 4,5% a.a. Entretanto, se o cenário não é de um “pouso suave”, no que também concordamos com Powell (ver OCM 16), dificilmente a estratégia de “higher for longer” vai se manter. Para nós essa inconsistência do cenário do FED é onde deveria repousar a esperança do mercado. E para nosso BC? Como esses cenários afetam a política monetária por aqui?

Para o BCB, seria melhor que o FED estivesse errado, uma vez que quanto mais alta for a FRR por lá menos espaço haverá para redução da Selic por aqui. Só porque, neste momento, estamos reduzindo os juros enquanto lá, aparentemente, eles ainda estão subindo, e isso não gerou uma desvalorização cambial expressiva por aqui, não significa que a limitação do diferencial de juros foi abolida. Apenas nossas taxas estão ainda tão altas que há espaço para que essa diferença continue a ser reduzida sem que isso leve a uma perda consistente de valor do real. Entretanto, com o passar do tempo e dos cortes na Selic, o diferencial passa a não cobrir mais o risco da moeda, e a “conta chega”. Um exemplo bem simples⁶ pode clarear essa argumentação. Considerando-se os juros nos EUA, atualmente em 5,25% a.a., o risco Brasil (medido pelo CDS) entre 1,50 p.p. e 2,0 p.p. e a Selic em 12,75% a.a., o investidor estrangeiro só perderia dinheiro se o dólar passasse dos atuais R\$ 4,90 para algo acima de R\$ 5,20. A mesma conta com 10,00% a.a. de juros por aqui, por exemplo, e 5,50% a.a. por lá traria esse “dólar limite” para R\$ 5,05. Portanto, quanto menores estiverem os juros americanos ao longo de 2024, melhor para a administração da queda dos juros pelo nosso BC, porque menos pressão haveria sobre o câmbio e, conseqüentemente, seria um foco a menos de inflação para se preocupar. Essa questão foi, sutilmente, levantada no comunicado do Copom desta semana, mas, como dito na introdução desta edição do OCM, isso fica para a semana que vem.

⁶ Até por ser simples, é apenas uma sombra da realidade.

Frase da Semana

“O trabalho do Banco Central é se preocupar.”

Alice Rivlin

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	8,75
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	3,00	1,90