



CARTA SEMANAL

O Canário
da Mina **40**

02 DE FEVEREIRO DE 2024

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.



As tão esperadas reuniões dos bancos centrais americano e brasileiro ocorreram como o esperado: o primeiro manteve os juros em 5,25% a.a.¹, e o último os reduziu para 11,25% a.a. A edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) poderia parar por aqui se não houvesse dúvidas sobre até quando o Federal Reserve (Fed) vai resistir em reduzir as taxas ou até quando o Banco Central do Brasil (BCB) vai conseguir manter o ritmo de cortes em 0,50 p.p. Daí a importância da análise dos comunicados pós-reuniões desses dois BCs e da entrevista do presidente do Fed depois da decisão, para saber quais informações adicionais trouxeram a respeito dos próximos passos da política monetária, tanto aqui quanto nos Estados Unidos. Esse será o objetivo do OCM desta semana.

Como supracitado, o Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano – manteve as taxas de juros básicas nos EUA em 5,25% a.a. pela quarta reunião seguida, não causando nenhuma surpresa, dado que esse resultado era altamente esperado pelo mercado (97,9% de chances segundo o CME Group). O que não estava tão bem precificado era o que ele ia fazer daqui para a frente. Mais especificamente, quando o Fed reduzirá os juros? No mercado, a chance de corte na próxima reunião (20 de março) era de 45% imediatamente antes da reunião, mas chegou a mais de 90% no último dia de 2023. O que mudou de lá para cá?

Basicamente o discurso do Fed. Sim, foram registrados números mais fortes de atividade, e o mercado de trabalho seguiu apertado, mas também vimos os índices de preços ao consumidor mais baixos do que o esperado, ou seja, uma coisa compensou a outra. Portanto, no fim, o que acabou fazendo a diferença mesmo foi uma mudança no discurso do BC americano, que começou logo no dia 3 de janeiro, quando foi divulgada a ata da última reunião do FOMC. Ao contrário da possível discussão a respeito de uma queda de juros iminente – insinuada pelo presidente do Fed, Jerome Powell, na entrevista pós-reunião de dezembro –, o que se viu foi um texto neutro, confirmando o fim dos aumentos de juros, mas não dando qualquer indicação concreta de que estavam pensando em reduzir os juros. A reação foi imediata. No dia seguinte à divulgação da ata, a probabilidade de corte em março já tinha caído para algo próximo a 65%. Continuando nessa toada, a segunda grande mudança de patamar na precificação do corte na reunião de março veio depois da fala de Christopher Waller (membro do board do Fed) em 16 de janeiro, quando disse que esperava apenas três quedas de juros em 2024, o que seria incompatível com a primeira queda ser no final do primeiro trimestre do ano. No dia 19 de janeiro, a manutenção dos juros passou a ser dominante (53%) no cenário para a reunião de março. E agora, qual foi o recado do Fed quanto a uma possível redução dos juros?

Pelo comunicado pós-reunião, parece que o Fed quer mostrar que o corte das taxas está mais perto, mas que não dá para garantir que será na reunião de março. Para fazer essa indicação, foi escrito um texto praticamente novo, o que já é um sinal forte de mudança de paradigma, uma vez que normalmente as mudanças são bem pontuais entre uma reunião e outra.

Primeiramente, foi alterada a parte que mencionava o fato de esperar uma desaceleração da atividade nos EUA após um terceiro trimestre forte, dado que já temos a primeira leitura do quarto trimestre, que também veio forte. Mas,

¹ Os juros básicos do Fed, a Fed Fund, pode variar dentro de um intervalo de 0,25 p.p. Então os juros hoje estão dentro do intervalo entre 5,25% a.a. e 5,50% a.a. Ao longo do OCM de hoje, toda vez que nos referirmos à taxa decidida pelo FOMC, usaremos o piso do intervalo.

apesar de óbvia, essa percepção pode ajudar a interpretar o porquê de o restante do documento “morder e assoprar”. O primeiro exemplo desse comportamento é no trecho “O Comitê julga que os riscos de alcançar seus objetivos para o emprego e a inflação estão ficando mais equilibrados”², seguido por “O cenário econômico é incerto, e o Comitê continua altamente vigilante para os riscos inflacionários”³. Mais à frente, chegamos à parte do comunicado que foi tema de inúmeras perguntas durante a entrevista coletiva de Jerome Powell: “O Comitê não acredita ser apropriado reduzir o intervalo da meta (de juros) até ter adquirido mais confiança no fato de que a inflação está convergindo de modo sustentável para 2%”⁴. O que seria essa tal “confiança”?

Bem, se o mercado ficou na dúvida a respeito das intenções do Fed com esse vai e vem do comunicado, os caminhos para uma redução em março pareciam estar abertos quando Jerome Powell tentou responder à pergunta acima. Primeiro ele disse que a inflação vem de seis meses de trajetória benigna e que a manutenção dessa trajetória poderia ser a senha para o início da redução dos juros; depois, afirmou que os dados mais fortes da economia não seriam um empecilho para o afrouxamento, salientando que quase todos os dirigentes confiam que será apropriado cortar os juros ao longo do ano. Só que, já na parte final da entrevista, ele afirmou o que acabou marcando toda a comunicação do Fed na quarta-feira: “Acho improvável que o Fed reduza (os juros) em março”⁵. Recado dado, recado entendido. O mercado, que estava projetando uma chance próxima de 50% de que o primeiro corte ocorresse em março, passou a atribuir uma probabilidade de apenas 35% de isso ocorrer. Agora, o nome do jogo é “maio”, com chance de 96% de ser o mês do primeiro corte.

Talvez o fato de o início da redução dos juros pelo BC americano não ser em março tenha frustrado os mais otimistas. Entretanto, sua presença no radar pode ajudar nosso BC no plano de voo de manter os cortes de 0,50 p.p., como ficou claro na reunião desta quarta-feira (31/1).

Considerando que o corte nos juros para 11,25% a.a. já estava totalmente precificado e que o comunicado pós-reunião foi praticamente uma cópia do documento anterior, poder-se-ia pensar que foi uma reunião do Copom sem novidades, um “non event”. Entretanto, não foi isso que aconteceu.

O primeiro ponto interessante a destacar é que o BCB minimizou a piora recente dos serviços subjacentes ao dizer que “A inflação cheia ao consumidor, **conforme esperado**, manteve trajetória de desinflação, assim como as medidas de inflação subjacente, que se aproximam da meta para a inflação nas divulgações mais recentes” (grifo nosso). Bem, se está tudo indo “conforme esperado”, a recente piora não é algo que esteja preocupando o Copom. Boa notícia. Outra boa notícia vem da projeção do modelo de inflação do BCB para 2025. Ela ficou em 3,2%, assim como na reunião de dezembro. Mas, se ela ficou igual, por que é uma boa notícia? Por dois motivos: primeiro porque o número não mudou, mesmo com uma projeção maior de preços administrados (que não entram no modelo), ou seja, os preços livres, que realmente importam para a política monetária, foram menores; segundo porque o resultado de dezembro foi alcançado com a trajetória dos juros do Focus sinalizando 9,25% a.a. ao final de 2024,

² Tradução livre de “The Committee judges that the risk to achieving its employment and inflation goals are moving into better balance”.

³ Tradução livre de “The economic outlook is uncertain, and the Committee remains highly attentive to inflation risks”.

⁴ Tradução livre de “The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until has gained greater confidence that inflation is moving toward 2 percent”.

⁵ Tradução livre para: “Don’t think it’s likely Fed will cut in March”.

contra os 9,00% a.a. de agora, portanto o mesmo resultado foi alcançado com a sinalização de uma política monetária menos apertada. Ou seja, podemos até discutir se, como a inflação ainda está acima da meta (3,0%), a Selic terminal de 2024 deveria estar acima dos 9,00% a.a. projetados pelo Focus (e por nós); contudo, claramente, houve uma melhora do cenário de inflação entre uma reunião e outra. Por fim, a principal curiosidade do mercado foi sanada, sem que o BCB tivesse que “mover uma palha para isso”. Ao manter inalterada a parte do comunicado que dizia “*Em se confirmando o cenário esperado, os membros do Comitê, unanimemente, **anteveem redução da mesma magnitude nas próximas reuniões** e avaliam que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessária para o processo desinflacionário*” (grifo nosso), o Copom indicou que haverá também cortes de 0,50 p.p. nos juros nas reuniões de março e maio, indo ao encontro das projeções do mercado (e nossas também).

Com base nas informações do FOMC e do Copom, concluímos que o primeiro deve começar a cortar os juros em maio, devendo fechar o ano em 4,25% a.a., enquanto o último deverá reduzir a Selic ao ritmo de 0,50 p.p. até maio, diminuindo-o para 0,25 p.p. a partir de junho, de modo a fechar 2024 em 9,00% a.a. Entretanto, devemos ter em mente que, mesmo considerando a decisão do FOMC conservadora (hawkish), por reduzir muito a chance de corte dos juros em março, e a do Copom, neutra, por vir como o mercado já estava precificando, o importante é que, após dois anos de aperto monetário, teremos em 2024 uma convergência dos principais BCs reduzindo os juros ao mesmo tempo⁶. Esse é o recado. Se vai ser em março, maio ou junho, isso é questão de ajustes de curto prazo; o grande movimento já está dado.

Frase da Semana

“Com sorte você atravessa o mundo, sem sorte você não atravessa a rua.”

Nelson Rodrigues

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P. (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	4,86	5,05
PIB (%)	2,90	3,00	2,10

⁶Podemos colocar nesse grupo os BCs da Zona do Euro (BCE) e da Inglaterra (BoE).