



CARTA SEMANAL

O Canário
da Mina **47**

22 DE MARÇO DE 2024

O plano de voo dos BCs

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 plano de voo dos BCs

Esta foi a semana dos bancos centrais. Além do brasileiro e do americano, que são os que acompanhamos mais de perto, houve reuniões do banco central japonês, australiano, inglês, chinês, turco, mexicano, norueguês, sueco, suíço, entre outros. Em comum, pouca surpresa — mesmo a decisão do Banco Central do Japão (BoJ) de, após 17 anos, subir os juros já estava “precificada”. Portanto, o que restou aos analistas foi a leitura das entrelinhas das comunicações pós-reuniões para tentar entender quais seriam os próximos passos. Dessa forma, voltando o olhar para o Banco Central do Brasil (BCB) e o Federal Reserve (Fed), vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para tentar “decifrar” os sinais dados por essas instituições sobre o futuro da política monetária no Brasil e nos Estados Unidos.

Não havia dúvida quanto à manutenção dos juros americanos em 5,25% a.a.¹, mas outras questões estavam na mesa. Haveria mudanças no processo de redução do balanço do Fed (o chamado Quantitative Tightening, ou QT)? O “gráfico das bolinhas”² continuaria a prever três cortes de juros em 2024? As respostas a essas perguntas moldarão os mercados nas próximas semanas e poderão ter impactos até na própria política monetária brasileira.

Com relação à primeira questão, a resposta é, talvez de forma surpreendente, não. Colocamos essa qualificação porque, na entrevista pós-reunião de janeiro, o presidente do Fed, Jerome Powell, disse que a mudança no QT estaria na pauta do encontro de hoje, levantando a possibilidade de o início do desmanche dessa política começar logo. Na entrevista pós-reunião desta semana, Powell afirmou que esse assunto realmente foi discutido, e que ocorreria logo. Vamos ver se agora é para valer e acontece na reunião de maio.

A resposta à segunda pergunta, para alívio do mercado, também é não, pelo menos para 2024. A mediana da projeção dos integrantes do Federal Open Market Committee (FOMC) para os juros americanos no final de 2024 permaneceu em 4,6%, o que, considerando o intervalo de 0,25 p.p. para a flutuação da taxa, indicaria um piso de 4,50% a.a. Ou seja, a expectativa do mercado de que o Fed cortaria os juros em 0,75 p.p. neste ano parece ter sido validada pelo BC americano. Mais importante que isso, a reunião de junho, que vinha perdendo força para ser a escolhida para o primeiro corte, renasceu das cinzas. Se antes da reunião a probabilidade de corte em junho estava em 60%, no pós-reunião subiu para mais de 75%. Essa percepção ficou mais forte ainda após a entrevista de Powell. Talvez na parte mais importante, ele disse que a condição para iniciar os cortes de juros seria a inflação corrente mostrar-se favorável, como no segundo semestre de 2023, o que indica que os resultados de janeiro e fevereiro teriam sido apenas “sobressaltos” no caminho da convergência da inflação para a meta. A sensação que ficou é de que, se os últimos números de inflação não tivessem sido tão ruins, seria até factível que o primeiro corte acontecesse já na reunião desta semana. Entretanto, nem tudo foram flores no “gráfico das bolinhas”. Quando olhamos para a projeção dos juros para o final de 2025, para 2026 e para o longo prazo (que poderíamos chamar de

¹ Ao contrário da política monetária no Brasil, onde a decisão do Comitê de Política Monetária (Copom) é um número, nos EUA o FOMC determina um intervalo que atualmente está entre 5,25% a.a. e 5,50% a.a. Ao longo do OCM, toda vez que nos referirmos aos juros americanos, será considerado o piso do intervalo.

² Ele tem esse nome porque cada membro do FOMC é representado no gráfico por uma “bolinha”.

juros de equilíbrio), todos subiram: no caso do ano que vem, passou de 3,6% para 3,9%; em 2026, de 2,9% para 3,1%; e na taxa de longo prazo, de 2,5% para 2,6%. O que isso significa? Se no curto prazo os cortes de juros acontecerão como o esperado, teremos que conviver com taxas altas por mais tempo e, no final do ciclo, provavelmente os juros serão mais elevados do que antes. Inclusive Powell tocou nesse assunto ao dizer que *“a sensação é de que as taxas (de juros) não vão voltar aos níveis muito baixos de antes”*. O motivo certamente é uma economia mais resiliente do que a esperada, o que fica claro pela revisão expressiva das projeções do PIB americano: de 1,4% para 2,1% em 2024; de 1,8% para 2,0% em 2025; e de 1,9% para 2,0% em 2026, com o PIB potencial mantido em 1,8%. Ou seja, a economia americana vai crescer acima de seu potencial nos próximos três anos, mesmo com o maior aumento dos juros desde 2007.

O que podemos concluir sobre a reunião do Fed desta semana é que temos boas notícias no curto prazo e preocupações no médio prazo. A manutenção dos três cortes projetados para 2024 reforçou a tese de queda dos juros a partir de junho e trouxe alívio para o mercado, que temia que o Fed jogasse os cortes mais para a frente. Dessa forma, foi reforçada nossa projeção de que os juros americanos fecharão 2024 em 4,50% a.a. Por outro lado, a expectativa de um cenário onde a economia americana continua resiliente e a inflação demora mais tempo para convergir para meta pode demandar juros acima do neutro por mais tempo, consolidando a ideia de que a “era dos juros baixos” tenha ficado para trás.

Com certeza, o resultado da reunião do Fed não passou despercebido pelo Copom, que se reuniu pouco depois. Talvez por isso, a parte internacional trouxe apenas mudanças pontuais, não alterando a mensagem central de que *“O Comitê avalia que o cenário segue exigindo cautela por parte de países emergentes”*, fato que não aconteceu no cenário interno. De forma surpreendente, não houve alterações no comentário sobre o crescimento brasileiro, mesmo após os resultados mais fortes da atividade em janeiro, que, segundo o BCB, *“segue consistente com o cenário de desaceleração da economia antecipado pelo Copom”*. Entretanto, o mesmo não ocorreu com a parte dedicada à inflação. Refletindo os recentes resultados ruins da inflação de serviços subjacentes, o comunicado informou que *“A inflação cheia ao consumidor manteve trajetória de desinflação, enquanto as medidas de inflação subjacente se situaram acima da meta para a inflação nas divulgações mais recentes”* – uma mudança relevante com a mesma parte do texto no comunicado da reunião passada: *“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).

Essa piora em um dos itens mais relevantes para a avaliação do impacto da política monetária na inflação certamente foi determinante para uma mudança – sutil mas importante – na avaliação do Copom sobre seu balanço de riscos. Não que este tenha mudado, ou deixado de estar equilibrado; porém, ao colocar que *“O Comitê avalia que as conjunturas doméstica e internacional estão mais incertas, exigindo cautela na condução da política monetária”*, dá a entender que aumentaram as chances de surpresas – tanto positivas quanto negativas. Ou seja, a incerteza cresceu.

Não por coincidência, foi essa a justificativa usada pelo BCB para fazer a alteração mais significativa do comunicado – e que era o principal foco do mercado no documento: “Em função da **elevação da incerteza** e da consequente necessidade de maior flexibilidade na condução da política monetária, os membros do Comitê, unanimemente, optaram por comunicar que anteveem, em se confirmando o cenário esperado, redução de mesma magnitude na **próxima reunião**” (grifos nossos). Notem que ele garante a redução em 0,50 p.p. apenas para a reunião de maio (8/5), ao contrário do que acontecia desde o início dos cortes em agosto, quando a indicação abrangia, pelo menos, as duas reuniões seguintes. Isso significa que, na reunião de junho, está confirmada a redução do ritmo de cortes para 0,25 p.p.? Não necessariamente. Com certeza, os dados da inflação dos serviços subjacentes de dezembro, janeiro e parte de fevereiro (o IPCA-15 veio ruim, mas o IPCA não) “assustaram” o BCB – que, assim como o Fed, quer saber se eles foram um “desvio de rota” ou o “novo normal”. Se a resposta for a primeira, aumentará a chance de que o BCB estenda os cortes de 0,50 p.p. para junho também.

A conclusão é que, para o mercado, o Fed foi menos conservador (dovish) do que o esperado, enquanto o BCB foi mais (hawkish). Pelas sinalizações de ambos, aumentou a chance de que o primeiro inicie o processo de corte de juros na reunião de junho, fechando ao ano em 4,75% a.a., enquanto o último mantenha o ritmo de corte de 0,50 p.p., reduzindo o ritmo para 0,25 p.p. em junho – o que vai ao encontro de nossa projeção de que a Selic feche 2024 em 9,00% a.a. Entretanto, o principal recado desta semana, quando tantos bancos centrais decidiram suas políticas monetárias, é que o viés de corte é geral. Com exceção do Japão, que elevou os juros pela primeira vez em 17 anos, e da Turquia, a maioria sinalizou que poderá baixar os juros ao longo do ano. Inclusive, o Banco Central da Suíça (SNB, na sigla em inglês) surpreendeu e deu o “pontapé inicial” para a rodada de cortes dos principais bancos centrais do mundo. O cenário permanece sujeito a chuvas e trovoadas, mas com a perspectiva de dias mais ensolarados “no decorrer do período”.

Frase da Semana

“Banqueiro é esse cara que só se arrisca quando não há o menor perigo.”

Millôr Fernandes

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	2,90	2,10