



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **48**

28 DE MARÇO DE 2024

Mais uma vez sobre o
Banco Central

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.



Mais uma vez sobre o Banco Central

Na edição da semana passada de “O Canário da Mina” (OCM), discutimos as reuniões de política monetária dos bancos centrais brasileiro e americano. Entretanto, se no caso do Federal Reserve (Fed) temos que esperar os próximos resultados econômicos para nos aprofundarmos na análise sobre seus próximos passos, no do Banco Central do Brasil (BCB), foi divulgada a ata da reunião, apenas uma semana depois, para nos fornecer informações valiosas sobre o que esperar da trajetória dos juros por aqui. Portanto, vamos usar o OCM de hoje para voltar ao tema da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), mas agora com base em uma análise muito mais detalhada, propiciada pela ata da reunião.

Certamente o maior choque do comunicado pós-reunião foi a mudança desta parte do texto: *“Em função da **elevação da incerteza** e da conseqüente 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). Anteriormente, o comunicado mencionava “as próximas reuniões”, o que garantia que o ritmo de 0,50 p.p. nos cortes perduraria, pelo menos, por mais duas reuniões. Portanto, o que a nova redação explicita é que, se na reunião de maio (8/5) a tendência é de mais um corte de 0,50 p.p., na de junho (19/6), todas as opções estão na mesa. Entretanto, passado o “susto”, os analistas de mercado começaram a se preocupar com a outra parte em negrito: o que causou essa “elevação da incerteza”?

O principal medo era que a causa fosse fiscal. A preocupação era justificável, dado que esse sempre foi o calcanhar de aquiles da economia brasileira, mas não coerente, pois os resultados das contas públicas, principalmente a arrecadação, têm vindo melhores desde a reunião de janeiro (31/1). Por isso, a parte da ata reservada à questão fiscal foi a mesma dos últimos documentos, com o teor também não divergindo do anterior. Então, se não é a parte fiscal a causa da “elevação da incerteza”, o que é?

A primeira “pista” deixada pela ata é que o espaço dedicado à economia internacional na parte de “Cenários e análises de risco” passou de um para dois parágrafos. Essa constatação pode parecer bobagem, mas o BCB usou o espaço adicional para traçar um cenário bem mais preocupante para a economia americana do que o feito pelo próprio Fed. Citou a famosa “última milha” que o presidente do BC americano, Jerome Powell, sempre menciona em suas falas, se mostrou muito preocupado com *“a velocidade da desaceleração da inflação em um cenário de atividade forte e mercado de trabalho resiliente”* e levantou a questão da mudança nos preços relativos entre bens e serviços, um assunto que também causa debate por aqui. No fim, colocou o aviso tradicional de que *“o Comitê reiterou que não há relação mecânica entre a condução da política monetária norte-americana e a determinação da taxa básica de juros doméstica”*; porém, como *“o Comitê continuará acompanhando os diversos dados da economia global e seus respectivos canais de transmissão para a economia doméstica”*, no fundo, aumento das incertezas lá fora significa aumento das incertezas por aqui.

Por falar em “mercado de trabalho resiliente”, a questão da dinâmica entre preços e salários permeia toda a ata, e não apenas o cenário externo; o termo “mercado de trabalho” foi usado 17 vezes ao longo de um texto de 28 parágrafos (o 29º é para dizer o nome dos integrantes que votaram nesse Copom), contra 9 na ata da reunião de janeiro. O aumento do interesse do BCB pelo tema mostra que esse também é o principal fator para o aumento da incerteza interna.

Se voltarmos um pouco no tempo, veremos que, no segundo semestre de 2023, houve uma onda de otimismo com a inflação de serviços subjacentes que desacelerava, ao mesmo tempo que o mercado de trabalho continuava apertado, e os rendimentos crescendo acima da inflação. Chegou-se a discutir inclusive um aumento do PIB potencial. Mas esse bom momento foi como uma chuva de verão: veio forte, mas passou rápido. Na virada do ano, os números da inflação de serviços subjacentes já tinham invertido a trajetória de convergência para a meta. Isso colocou um ponto de interrogação sobre o comportamento desse grupo do IPCA: qual é o cenário real? Aquele do segundo semestre de 2023 ou o do início de 2024? A ata tenta apresentar uma resposta a essa pergunta, e podemos dividi-la em duas partes. Na primeira, traz que *“O Comitê avalia que parte relevante da desinflação de serviços se deu pelo transbordamento das desinflações verificadas em alimentos e bens industriais e o fortalecimento do processo desinflacionário, agora em seu segundo estágio, estará mais relacionado ao cenário do mercado de trabalho e da demanda agregada”*. Já na segunda, diz: *“Notou-se que um mercado de trabalho mais apertado, com reajustes salariais acima da meta de inflação e sem ganhos de produtividade correspondentes, pode potencialmente retardar a convergência da inflação, impactando notadamente a inflação de serviços e de setores mais intensivos em mão de obra”*. Juntando as duas partes, o BCB tende a considerar que o cenário mais crível para a inflação dos serviços é o do início de 2024, quando os efeitos benéficos da queda da inflação dos bens industriais (consequência da normalização das cadeias produtivas e da deflação chinesa) e dos alimentos (reflexo da supersafra 2022/2023) perderam fôlego, deixando como fator preponderante o mercado de trabalho apertado, que leva a reajustes salariais não compensados por aumento de produtividade. Consequência? Inflação mais alta. Como o BCB espera resolver esse problema? *“Ao fim, concluiu-se unanimemente pela necessidade de uma política monetária contracionista e cautelosa, de modo a reforçar a dinâmica desinflacionária.”*

Então poderíamos esperar que, a partir de junho, o BCB reduza o ritmo de queda dos juros, ou até mesmo pare, dado que ele vê a necessidade de manter uma “política monetária contracionista”. Correto? Não necessariamente, porque uma política monetária contracionista não demanda subir os juros. Vamos pensar na projeção da inflação de 2025 que está no Focus, 3,5%, considerando que a queda de 0,50 p.p. em maio levaria a Selic para 10,25% a.a., o que representaria uma taxa de juros real ex-ante de 6,75%, bem acima dos 4,80% de juro real neutro estimados pelo BCB e mesmo dos 5,00% projetados pelo mercado. Ou seja, por essa mesma conta, o Copom poderia cortar os juros em mais 1,95 p.p. pelos cálculos do BCB, e 1,75 p.p. segundo o mercado. Portanto, a política monetária só deixaria de ser contracionista quando os juros chegassem a um valor entre 8,25% e 8,50%. Dessa forma, tal afirmação não seria uma indicação de que o BCB pretende reduzir o ritmo de queda a partir da reunião de junho.

Mas isso não significa também que essa opção está descartada, até porque a ata mostrou que há uma divisão no Copom: *“Alguns membros argumentaram ainda que, se a incerteza prospectiva permanecer elevada no futuro, um ritmo mais lento de distensão monetária pode revelar-se apropriado, para qualquer taxa terminal que se deseje atingir”*. Portanto, apesar de não ser a maioria, existem membros que acham apropriado reduzir o ritmo nos cortes, caso as incertezas permaneçam. Mas qual é a chance de elas continuarem até junho? A princípio, alta. Por exemplo, nesta semana houve a divulgação do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged), mostrando que foram criadas 306 mil vagas de empregos formais em fevereiro – um número acima, inclusive, dos 252 mil do mesmo mês do ano passado, uma indicação inequívoca de que o mercado de trabalho continua aquecido. Entretanto, o que deve alarmar mais o BCB é Salariômetro da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), que, em fevereiro, mostrou que os reajustes salariais superaram a inflação pelo 15º mês consecutivo.

A conclusão é que vimos reforçada nossa expectativa de que o BCB reduza o ritmo de cortes de 0,50 p.p. para 0,25 p.p. a partir de junho, do mesmo modo que mantemos nossa projeção da Selic para o final de 2024 em 9,0% a.a. Pode parecer incoerente acreditar que o BCB vai seguir cortando os juros mesmo com tantos riscos envolvidos, como mostramos ao longo deste OCM; entretanto, é bom frisar que, mesmo a 9,00% a.a., a política monetária ainda será contracionista. Além disso, é bem provável que, no segundo semestre, o Fed reduza os juros – o que, apesar de a ata dizer que *“não há relação mecânica entre a condução da política monetária norte-americana e a determinação da taxa básica de juros doméstica”*, certamente vai ajudar nosso BC a manter os cortes por aqui. Por fim, devemos lembrar que a política monetária, segundo o ex-vice-presidente do Fed, Alan Blinder, é *“um pedaço técnica e um pedaço arte”*; ou seja, a definição da taxa terminal pode até ser técnica, mas o modo de alcançá-la sem dúvida é arte e, em nossa concepção, ir mais lento abre espaço para ir mais longe. Mas essa é *“nossa arte”*.

Frase da Semana

“A ausência de evidência não significa evidência de ausência.”

Carl Sagan

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 (%)	3,00	2,90	2,10