



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **53**

03 DE MAIO DE 2024

O pombo voa

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 pombo voa

Na semana passada, discutimos a importância das decisões de política monetária dos Estados Unidos nos ativos no mundo em geral e nas decisões do Banco Central do Brasil (BCB) em particular, além de avaliar a divulgação de dois importantes indicadores econômicos para a decisão do Federal Reserve (Fed, o BC americano) desta semana. Pois bem, agora chegou a hora de analisar o que aconteceu nessa reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano – e as implicações dela para os ativos brasileiros e para a própria política monetária brasileira. Estes serão os assuntos da edição de hoje de “O Canário da Mina” (OCM): resultados e expectativas.

A primeira coisa que temos que ressaltar é que a decisão de manter as taxas de juros em 5,25% a.a.<sup>1</sup> já era mais do que esperada. Prova disso é que, segundo a calculadora de probabilidades do CME Group<sup>2</sup>, a chance de manutenção dos juros nessa reunião era de 99,5%. Portanto, o que realmente interessava era a comunicação do FOMC, seja através do comunicado da reunião, seja através da entrevista pós-reunião de seu presidente, Jerome Powell.

O tom do documento mostra mais preocupação com o cenário da economia e com a convergência da inflação para a meta de 2,0% do que na reunião anterior; duas partes do texto expressam isso. Na primeira, o FOMC adicionou uma frase que não existia no comunicado anterior: *“Nos últimos meses, houve falta de progresso adicional em direção à meta de 2% do Comitê”*<sup>3</sup>. Já na segunda, uma mudança mostra que a tendência de melhora do ano passado se perdeu no início de 2024. Onde existia o trecho *“O Comitê avalia que os riscos de alcançar seus objetivos de emprego e inflação estão ficando mais equilibrados”*<sup>4</sup>, agora encontramos *“O Comitê avalia que os riscos para alcançar seus objetivos de emprego e inflação se moveram em direção a um melhor equilíbrio ao longo do último ano”*<sup>5</sup>. Claramente um tom mais conservador do que no texto da reunião de março. Mas o comunicado não apresenta só alertas. Tivemos também a confirmação do início da desaceleração do ritmo de redução do balanço patrimonial do BC americano, que estava em USD 8,5 trilhões em abril de 2023 e está agora em USD 7,4 trilhões. O que é conhecido no mercado como QT (Quantitative Tightening) reduzia, mensalmente, USD 60 bilhões de títulos do Tesouro americano e USD 35 bilhões de Mortgage Backed Securities (MBS)<sup>6</sup>. Nessa reunião foi decidido que, a partir de junho, os primeiros serão reduzidos a um ritmo de USD 25 bilhões, enquanto os últimos manterão a mesma velocidade de redução. Entretanto, apesar de ser um movimento já esperado, acabou surpreendendo pela intensidade.

Portanto, o comunicado mais recente veio mais conservador e mais preocupado com o atual equilíbrio entre emprego e inflação, porém trouxe como boa notícia o início da redução do ritmo do QT nos títulos do Tesouro americano, o que é um alívio para esse mercado, que vinha “apertado” nas últimas semanas. A reação do mercado

<sup>1</sup> O Fed faz a sua política monetária mantendo a taxa básica (a Fed Fund Rate – FFR) dentro de um intervalo de 0,25 p.p. Portanto, quando afirmamos que os juros foram mantidos em 5,25% a.a., estamos na verdade dizendo que eles foram mantidos dentro de um intervalo que vai de 5,25% a.a. a 5,50% a.a. Para tornar o texto mais fluido, sempre que nos referirmos à decisão do Fed, falaremos do limite inferior do intervalo.

<sup>2</sup> Baseada na estrutura a termo da curva de juros futuros dos EUA.

<sup>3</sup> Tradução livre de *“In recent months, there has been a lack of further progress toward the Committee’s 2 percent inflation objective”*.

<sup>4</sup> Tradução livre de *“The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are moving into better balance”*.

<sup>5</sup> Tradução livre de *“The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals have moved toward better balance over the past year”*.

<sup>6</sup> Títulos privados lastreados em hipotecas.

foi inicialmente negativa, com medo de que a entrevista de Jerome Powell pós-reunião pudesse vir mais conservadora, refletindo o tom do comunicado.

Só que Powell parece ter uma incapacidade natural de ser hawkish (duro, conservador) em suas respostas. Mesmo quando o conteúdo é duro, o tom dele faz com que a mensagem pareça mais suave (dovish). Mas justiça seja feita: a insistência dos repórteres em perguntar sobre a possibilidade de uma nova alta de juros pelo Fed em 2024 fazia com que, a cada tentativa de achar novos argumentos para responder “não” para a mesma pergunta, ele soasse cada vez mais dovish. E foram pelo menos três perguntas nesse sentido. Como os repórteres não faziam tantas perguntas sobre um tema se este não fosse uma real preocupação do mercado, a firmeza de Powell em dizer que a política monetária estava restritiva o suficiente para levar a inflação para a meta de 2,0% trouxe alívio a todos. No mais, Powell se mostrou decepcionado com o comportamento da inflação neste início de ano, fazendo eco ao que dizia o comunicado, manteve a postura de que os próximos passos da política monetária dependerão dos dados que vão sair, mas se mostrou otimista quanto ao fato de o Fed poder cortar os juros ainda em 2024. A reação dos mercados foi de alívio, com a taxa dos títulos de 10 anos do Tesouro americano caindo de 4,68% a.a. para 4,63% a.a., o DXY (dollar index) caindo 0,44%; e a probabilidade de que o primeiro corte dos juros nos EUA ocorra em setembro passando de 48,9% para 55,1%. Ainda muito baixa para uma reunião que só vai acontecer daqui a mais de quatro meses e que, no encontro de março do FOMC, mostrava 97,0% de chance de corte. E o que podemos esperar?

A primeira coisa a se considerar é que o Fed deve estar “louco” para cortar os juros. Não porque ele é dovish, apesar de Powell ser, mas porque certamente tem receio de que, mantendo os juros altos por muito tempo, acabe gerando uma crise financeira. No jornal *Valor Econômico* da quarta-feira da semana passada (24/4), uma reportagem mostrou que, entre 2025 e 2029, pouco mais de USD 1 trilhão de dívidas chamadas de *high yield* (aquelas com ratings entre B e BB que, por serem mais arriscadas, pagam retornos mais altos) vão vencer. Elas foram contraídas quando os juros estavam próximos de zero e agora terão que ser “roladas” a juros mais altos. Quão mais altos? O Fed vai dizer. O problema é que, em um cenário de “*no landing*” (economia não desacelera), a inflação não converge, e o espaço para corte de juros fica mais restrito. Portanto, a chance de um “*no landing*” virar uma “*hard landing*” (uma desaceleração abrupta da economia) vai crescendo exponencialmente quanto mais tempo os juros ficam altos e mais dívidas têm que ser renovadas. Dessa forma, basta uma janela na qual o mercado de trabalho mostre um melhor equilíbrio e a inflação dê sinais de arrefecimento para que o Fed inicie o processo de corte de juros – o que mantém setembro como sendo uma reunião possível para isso. Entretanto, há um problema adicional: as eleições americanas.

Não existe nenhuma lei que impeça o Fed de cortar os juros próximo a uma eleição presidencial nos EUA. Entretanto, há uma regra velada de que isso deve ser evitado, e a reunião acontecerá em 18 de setembro, a pouco mais de 45 dias da eleição americana (5 de novembro). Será que isso será um empecilho para o corte nessa reunião? Se a resposta for sim, aumenta a chance de que não haja cortes em 2024 (atualmente em 18,5%) e praticamente

sepulta a esperança de dois cortes, ou mais, de 0,25 p.p. em 2024 (atualmente em 42,8%). Por enquanto, acreditamos que essa janela de oportunidade para um corte dos juros aparecerá antes da reunião de setembro, e que a urgência do Fed para evitar uma crise financeira vai prevalecer sobre os “pudores eleitorais”, levando o FOMC a fazer o primeiro corte de 0,25 p.p. em setembro e outro, da mesma magnitude, na reunião de dezembro (18/12). Assim, a Fed Fund fecharia 2024 a 4,75% a.a. Como isso afetaria nossa política monetária?

O cenário de dois cortes de juros pelo Fed abriria espaço para o BCB continuar reduzindo os juros por aqui ao ritmo de 0,25 p.p. até o fim de 2024, com a Selic fechando o ano a 9,25% a.a. Mas, e se estivermos errados? Bem, aí a janela de cortes para o Copom se fecha antes, e os juros brasileiros terminarão 2024 entre 9,50% a.a. e 10,00% a.a. Entretanto, mesmo nesse cenário mais pessimista, não concordamos com a tese de que não haveria muito espaço para uma retomada dos cortes em 2025, e isso por dois motivos. O primeiro é que uma taxa de juros real ao redor de 6,00% a.a. (Selic entre 9,50% a.a. e 10,00% a.a. e uma inflação entre 3,5% e 4,0%) é claramente contracionista, impactando o crescimento de 2025, inclusive o mercado de trabalho, o que abre espaço para novos cortes ao longo do ano. O segundo é que, como supracitado, quanto mais o Fed demorar para diminuir os juros, maior a chance de uma desaceleração mais forte da economia americana, o que forçaria o BC americano a reduzir mais rápido e mais forte os juros nos EUA, abrindo espaço para mais cortes por aqui. Portanto, apesar de reconhecermos que aumentou a chance de a Selic fechar 2024 acima dos 9,25% a.a., mantemos nossa projeção de que, ao final de 2025, ela estará em 8,50% a.a. E para a reunião da próxima quarta-feira (8/5)?

O motivo de termos elevado nossa projeção para a Selic no final do ano de 9,00% a.a. para 9,25% a.a. foi a mudança da expectativa para o corte de juros na reunião da próxima semana, de 0,50 p.p. para 0,25 p.p. Embora as coisas tenham se acalmado um pouco desde quando o presidente do BCB, Roberto Campos Neto, disse que o compromisso estabelecido no comunicado da reunião de março, de manter o ritmo de cortes em 0,50 p.p. na “próxima reunião”, não valia mais, acreditamos que o BC brasileiro tem pouco a perder em reduzir o ritmo para 0,25 p.p. O cenário externo continua incerto, como vimos ao longo deste OCM, a inflação de Serviços continua resiliente, mesmo com número melhores do Índice Geral, e a curva de juros futura no Brasil já embute uma chance de 90% de que o corte seja de 0,25 p.p. Além disso, como dizia o antigo ditado: “*Cautela e canja de galinha não fazem mal a ninguém*”. A conferir.

## Frase da Semana

*“Não ateus numa trincheira, nem ideólogos numa crise financeira.”*

Ben Bernanke

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,25
USDBRL	5,28	4,86	5,20
PIB (%)	3,00	2,90	2,10