



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **66**

02 DE AGOSTO DE 2024

No limite extremo!

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.



## No limite extremo!

Em determinadas semanas, quase nada de relevante acontece, ficando até difícil encontrar um assunto para discutir no “O Canário da Mina” (OCM). Mas, há semanas em que tudo acontece, e a dificuldade se torna *escolher* de qual assunto tratar. Os últimos sete dias se encaixam no segundo caso. Além de dados de emprego e desemprego, tanto aqui quanto nos Estados Unidos, e inflação na Zona do Euro, ocorreram várias reuniões de Bancos Centrais (BCs). Inclusive algumas especialmente importantes para os mercados brasileiros, como a do Banco Central do Japão (BoJ), a do Banco Central dos EUA (Federal Reserve – Fed) e, claro, a do nosso Banco Central (BCB). Portanto, no fim, o OCM desta semana será dedicado ao modo como cada uma dessas reuniões impacta o cenário de câmbio e juros no Brasil.

Seguindo a ordem de ocorrência, vamos começar pelo BoJ. Interessante notar que, até as últimas semanas, quase não falávamos do BC japonês, principalmente porque, no período pós-crise financeira de 2008 e pré-pandemia, podíamos dizer que as taxas de juros negativas do Japão tinham um “quê” de exótico, mas não eram muito diferentes das taxas próximas de zero dos demais países do G7. Entretanto, a maioria dos integrantes desse grupo saiu da pandemia com índices e inflação mais altos, requerendo juros também mais altos. Com isso, a política ultra-acomodatória do Japão começou a divergir da maioria dos países, e uma operação de *carry trade* que se tornou “popular” no mercado internacional era pegar dinheiro a taxas baixas no Japão e aplicá-lo em países com juros mais altos. Os mais conservadores iam para os EUA ou outros países mais desenvolvidos, mas os que aceitaram mais risco vieram buscar taxas mais altas em países emergentes, notadamente Brasil e México. Por isso, de uma hora para outra, a decisão do BC japonês ficou importante – quanto mais altos forem os juros no Japão, menos rentável será essa operação e mais provável de ela ser desmontada. Talvez essa seja a explicação para que, nas duas últimas semanas, quando a expectativa de que o BoJ aumentaria os juros cresceu exponencialmente, tenham ocorrido a valorização do iene em 4,90% e as desvalorizações do peso mexicano e do real em 4,84% e 4,45%, respectivamente. Pode ser apenas uma correlação espúria, pode ser também que boa parte dessa operação já tenha sido desmontada e os impactos daqui para a frente sejam menores, mas, a partir de agora, certamente os investidores brasileiros ficarão mais atentos ao que acontece nas reuniões do BoJ. Na desta semana, os juros foram mesmo elevados de um intervalo entre 0,00% e 0,10% para 0,25%, e, se tudo ocorrer como previsto, um novo aumento pode ocorrer ainda em 2024.

No caso do Fed, a questão não era se haveria alguma mudança nos juros, já que, segundo o cálculo do CME Group, a chance de manutenção das taxas no intervalo entre 5,25% a.a e 5,50% a.a. era de 96,9%, mas a respeito da sinalização para a reunião de setembro (18/9). Antes do FOMC<sup>1</sup> (o Copom americano), o mercado dava 100% de chance de haver um corte nesse encontro; a dúvida era se seria de 0,25 p.p. (89,6%) ou 0,50 p.p. (10,1%)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Federal Open Market Committee

<sup>2</sup> Havia também uma aposta residual de 0,2% para um corte de 0,75 p.p.

Tendo esse otimismo em mente, podemos dizer que o comunicado pós-reunião acabou frustrando um pouco os mercados. Sim, o FOMC reconheceu a melhora recente, tanto do mercado de trabalho quanto da inflação. Também indicou que os riscos para esses dois objetivos de política monetária deram mais um passo na direção do equilíbrio: *“o Comitê avalia que os riscos para alcançar as suas metas de emprego e inflação continuam a se equilibrar de forma mais adequada”*<sup>3</sup>. Mas voltou a dizer que são necessários mais dados para que haja a confiança de que chegou a hora de cortar os juros: *“O Comitê não espera que seja apropriado reduzir o intervalo das taxas básicas até ter maior confiança de que a inflação está se movendo de forma sustentável em direção a 2%”*<sup>4</sup>. Essa era uma parte crucial do comunicado, uma vez que, se o Fed quisesse se comprometer com uma queda em setembro, esse recado estaria bem ali. Então isso significa que não haverá queda dos juros na próxima reunião? Não, porque tivemos ainda a entrevista pós-reunião do presidente do Fed, Jerome Powell, conhecido por seu viés dovish.

Certamente ainda tendo na lembrança a confusão ocorrida no final do ano passado, quando certo otimismo precipitado do Fed causou uma euforia nos mercados, Powell tentou ser o mais cuidadoso possível, mas, mesmo assim, deu fortes indicações de que o corte virá mesmo na próxima reunião. Por exemplo, disse que o sentimento do Comitê é de que estão se aproximando do momento de cortar os juros. Também sugeriu que a primeira redução estaria na mesa no encontro de setembro, inclusive dando a entender que os dados do mercado de trabalho e de inflação nem precisariam melhorar mais para isso acontecer, bastaria que não houvesse uma piora. Por outro lado, foi bem explícito ao afirmar que não acredita que seja necessário um corte de 0,50 p.p. que, como vimos anteriormente, tinha uma chance de 10,1% de ocorrer antes da reunião. O mercado entendeu o recado. Logo após o fim da entrevista de Powell, a chance de um corte de 0,75 p.p. desapareceu, a de um corte de 0,50 p.p. caiu para 1,0%, ficando as apostas concentradas na redução de 0,25 p.p. (99%), em linha com nosso cenário. Entretanto, uma novidade pós-reunião acabou embaralhando todo o cenário. A divulgação de dados de mercado de trabalho muito mais fracos do que o esperado, reacenderam um medo a muito adormecido nos investidores mundiais: uma queda brusca da atividade econômica nos EUA, o chamado *hardlanding*. Como resultado, após a divulgação de uma taxa de desemprego que passou de 4,1% para 4,3%, a chance de um corte de 0,50 p.p. na reunião de setembro chegou a 48%.

As cartas da mesa foram mudadas e, provavelmente haverá um comprometimento explícito de corte por parte do FED antes do do Simpósio Econômico de Jackson Hole, um evento anual organizado pelo Fed de Kansas City, na cidade de mesmo nome no estado de Wyoming e que, em 2024, acontecerá entre 22 e 24 de agosto, quando esperávamos que acontecesse. Para o final de 2024, estamos revendo a nossa projeção de que, além do corte de 0,25 p.p. na reunião de setembro, haveria apenas outro, da mesma magnitude, na de dezembro, com a Fed Fund fechando o ano no intervalo entre 4,75% a.a. e 5,00% a.a. Provavelmente os juros nos EUA vão acabar o ano no nível que prevíamos no OCM34 – onde fizemos as projeções para 2024 – entre 4,00% a.a. e 4,50% a.a..

Na reunião do Copom desta semana, assim como no FOMC, a expectativa não era com relação ao resultado em si, dado que a manutenção dos juros em 10,50% a.a. era altamente esperada, mas sim com a sinalização que viria do

<sup>3</sup> The Committee judges that the risks to achieving its employment and inflation goals continue to move into better balance.

<sup>4</sup> The Committee does not expect it will be appropriate to reduce the target range until it has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2 percent.

comunicado pós-reunião. E, se fossemos defini-lo de maneira resumida, recorreríamos ao bordão do locutor Galvão Bueno para dizer que ele foi até o “*limite extremo*” para fazer um documento duro, sem, contudo, indicar que um aumento de juros estaria próximo.

Um exemplo claro disso veio no principal ponto de atenção dessa reunião: seria mantida a simetria no balanço de riscos da inflação em seus modelos? A resposta veio com um “pé em cada canoa”. Se por um lado, “oficialmente”, o texto informa que a simetria estava mantida; por outro, em vez de dois riscos de alta e dois de baixa, como nas reuniões anteriores, agora o balanço de riscos tem três itens para alta e dois para queda. Se a intenção do BCB não era colocar um viés altista informal – como defendeu o jornalista Alex Ribeiro em sua coluna no jornal Valor Econômico de quinta-feira (1º/8)<sup>5</sup> –, a nosso ver, não foi bem-sucedido. Até porque, no final do parágrafo onde se encontra a discussão sobre o balanço dos riscos, o Copom incluiu o seguinte comentário: “*Em particular, os impactos inflacionários decorrentes dos movimentos das variáveis de mercado e das expectativas de inflação, caso esses se mostrem persistentes, corroboram a necessidade de maior vigilância*”. Parece mais duro, e é.

Em outra passagem mais dura do comunicado, o Copom se mostra mais preocupado com a inflação corrente do que na reunião de junho. Enquanto no encontro anterior a grande questão era a “inflação subjacente” acima da meta, agora o BCB também se mostra preocupado com a “inflação cheia”: “*A desinflação medida pelo IPCA cheio tem arrefecido, enquanto medidas de inflação subjacente se situaram acima da meta para a inflação nas divulgações mais recentes*”.

Por fim, outro detalhe – pequeno, mas importante – que mostra o quanto o BCB está no limiar de sugerir uma alta de juros vem no último parágrafo do comunicado, cuja parte final, em junho, veio da seguinte maneira: “*O Comitê se manterá vigilante e relembra, **como usual**, que eventuais ajustes futuros na taxa de juros serão ditados pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta*” (grifo nosso). No texto desta semana, o termo “como usual” foi retirado. Pode parecer um preciosismo, mas um ex-diretor do BCB sempre dizia que nada é colocado em um comunicado ou retirado dele sem motivo. Além disso, a primeira versão deixava a impressão de que o aviso estaria lá “*pro-forma*”; já na desta semana, parece que é “para valer”.

Considerando tudo o que foi dito até agora, podemos ter a impressão de que a alta de juros é inevitável. Entretanto, a princípio não era essa a intenção do BCB e, novamente, ele usa seus modelos para tentar “empatar” o jogo. Interessante inclusive o uso do Decreto nº 12.079/2024, que criou a meta contínua, a seu favor. Por meio dessa lei, fica facultado ao BCB definir o horizonte relevante de política monetária, momento em que a inflação deveria estar convergindo para a meta. Por isso, no texto são mostradas as projeções dos modelos de referência e alternativo apenas para o 1º trimestre de 2026 – as projeções para 2024 e 2025 estão em uma nota de rodapé –, deixando subentendido que esse horizonte é de 6 trimestres, cuja projeção é de 3,2%. Ao redor da meta, portanto.

<sup>5</sup> <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/07/31/analise-copom-ainda-nao-fechou-posicao-para-subir-o-juro-mas-deixa-a-porta-mais-aberta.ghtml>

As reuniões dos BCs nesta semana trouxeram boas e más notícias para nós. Pelo lado das ruins, tivemos um BoJ mais agressivo na condução de sua política, o que não era visto há muito tempo. Isso não seria problema para o Brasil se essa discussão sobre *carry trade* na moeda japonesa não estivesse apenas de fato, ou também de direito, desvalorizando o real. Pelo lado das boas, parece claro que o BC americano vai reduzir os juros em setembro. Mas será que é uma boa notícia mesmo? A percepção de que a economia americana poderá entrar em recessão trouxe um novo elemento para essa discussão, elemento este que pode não ser favorável para o Brasil, um exportador de commodities. Com o dólar chegando a mais de R\$ 5,70, pode ser difícil o BCB evitar um aumento nos juros. A conferir.

## Frase da Semana

*“Retórica explosiva garante manchetes, mas não necessariamente resolve problemas.”*

George W. Bush

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,10	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	10,50	9,25
USDBRL	5,28	4,86	5,30	5,50
PIB (%)	3,00	2,90	2,30	2,00