



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **69**

23 DE AGOSTO DE 2024

OCM e Benjamin Button

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.



OCM e Benjamin Button

Em *O curioso caso de Benjamin Button*, filme americano de 2008 estrelado por Brad Pitt, o personagem-título nasce velho e vai rejuvenescendo à medida que os anos passam, invertendo, portanto, a ordem natural das coisas. Neste “O Canário da Mina” (OCM), vamos fazer o mesmo e começar pela conclusão – mudamos nossa expectativa para a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de setembro (18/9): de manutenção em 10,50% a.a. para alta de 0,25 p.p. (10,75% a.a.). Mas, apesar desse aparente anticlímax, acompanhar o porquê dessa mudança vai ajudar a entender a importância da comunicação na política monetária e se, na relação entre o mercado e o Banco Central do Brasil (BCB), “o cachorro abana o rabo ou o rabo abana o cachorro”. A propósito, só no fim vamos dizer o que esperar dos juros brasileiros para além da reunião de setembro.

Nossa história começa na reunião do Copom de 8 de maio. No dia anterior a ela, o dólar estava em R\$ 5,07, e as expectativas de inflação para 2025 e 2026, do Focus divulgado na segunda-feira que precedeu o encontro (6/5), eram de 3,64% e 3,50%, respectivamente. Já estavam acima da meta de 3,00%, mas essa era uma situação comum das projeções de inflação durante o governo Lula, quando nunca estiveram ao redor da meta. No OCM 54, fizemos uma análise mais detalhada da reunião, mas o que nos interessa agora é que seu resultado foi uma redução de 0,25 p.p. nos juros, indo de 10,75% a.a. para 10,50% a.a. Até aqui nada demais, dado que, no dia anterior, a curva de juros indicava uma chance de 86,4% de isso acontecer. O placar, cinco a favor de um corte de 0,25 p.p. e quatro votando por uma redução de 0,50 p.p., também não foi exatamente a questão. Não era a primeira vez que isso acontecia no BCB; e outros BCs, como o inglês, são famosos por suas decisões divididas sem que isso cause volatilidade aos mercados. O problema foi a composição dos dois blocos: os cinco que queriam uma redução menor foram indicados pelo ex-presidente Jair Bolsonaro, e os quatro que votaram por um corte maior foram escolhas do atual presidente, Lula. Um autêntico “Fla x Flu”. Talvez isso nem fosse tão importante se não estivéssemos perto de um momento em que Lula está para escolher o novo presidente do BCB, além de dois diretores. Portanto, a percepção do mercado foi que os indicados pelo atual presidente tiveram uma atuação política e que, como estes serão maioria a partir de janeiro de 2025, o BCB deixaria de ser independente, passando a ser um braço do governo Lula.

Talvez alguns possam achar que essa preocupação beira o preciosismo, mas esse “preciosismo” fez preço. No dia da reunião, o dólar era cotado a R\$ 5,09; na sexta-feira subsequente (10/5), chegou a R\$ 5,16 e ficou oscilando ao redor desse valor até que as declarações do presidente Lula e a piora no cenário internacional fizeram com que houvesse uma trajetória quase ininterrupta de desvalorização da moeda brasileira, até o pico R\$ 5,75 (fechamento) no dia 1º de agosto, quando o medo de uma recessão nos Estados Unidos “concluiu o serviço”. Mas o câmbio é uma variável com muitas funções e, conseqüentemente, suas variações podem ter muitas causas; já as expectativas de inflação, principalmente as mais longas, são, no fim, dependentes da condução da política monetária.

Aqui o impacto dessa reunião foi ainda mais flagrante. Como supracitado, as projeções para 2025 e 2026 estavam fora da meta, mas isso parecia ser o “custo PT”, uma vez que, desde o início do mandato de Lula, as expectativas estavam em aproximadamente 3,50%. Entretanto, foi após a reunião do Copom de maio que elas “desancoraram” de vez. A de 2025 passou dos 3,64% supracitados para 3,98%, na primeira semana de agosto, e a de 2026 começou a descolar dos 3,50% na semana subsequente à reunião, estabilizando em cerca de 3,60%. No primeiro caso, podemos até discutir o “Efeito Tostines” com o câmbio – as expectativas pioraram porque o câmbio piorou, ou o câmbio piorou porque as expectativas pioraram –; porém, no caso de 2026, não há dúvida: o problema foi uma preocupação maior com o futuro da política monetária.

Mas por que voltamos quatro meses no tempo para justificar uma possível alta de juros na reunião de setembro, se desde então ocorreram tantas coisas que poderiam influenciar essa decisão? Porque aquela fatídica reunião moldou o comportamento do BCB desde então, tornando a alta quase inevitável.

Primeiramente, a própria ata da reunião de maio tentou justificar a divisão, dizendo que esta foi muito sutil, mas que todos concordavam que o cenário estava mais desafiador, e sugeriu que *“alguns membros observaram mérito no debate de um balanço de risco assimétrico para cima”* – uma boa indicação de que não haveria mais espaço para cortes de juros. Na reunião seguinte (19/6), como esperado, o Copom parou de reduzir os juros e afirmou que *“O Comitê se manterá vigilante”*, um sinal de desconforto com o cenário mais desafiador traçado na ata. Entretanto, ao mesmo tempo que endurecia o discurso, vinha com um “cenário alternativo” onde, com a manutenção dos juros estáveis em 10,50% a.a., a inflação para 2025, horizonte relevante para aquele momento, ficava em 3,1%; ou seja, muito próximo da meta de 3,0%. Esse detalhe foi visto pelo mercado como uma prova de que o BCB não queria subir os juros, mesmo com a expectativa de inflação para 2025 em 3,80% e a de 2026 já querendo “desgarrar” dos 3,60% em que se mantinha desde a reunião de maio. Como consequência, as expectativas continuaram a piorar e o real, a desvalorizar.

Então chegamos à reunião do final de julho (31/7). O que já estava ruim piorou com o início do desmonte das operações de *carry trade* na moeda japonesa (como vimos no OCM 66). Mais uma vez, o BCB manteve os juros em 10,50% a.a. e trouxe um comunicado mais duro que o da reunião de junho, mas ainda não tão duro a ponto de nos fazer alterar nossa projeção de que os juros não seriam elevados em 2024. Aí veio a ata com um tom muito forte. Se lembram dos *“alguns membros”* que achavam que o balanço de riscos estava *“assimétrico para cima”*? Bem, na reunião de julho, passaram a ser *“vários membros”*, o que seria uma boa indicação de que poderiam subir os juros. Só que tinha sempre um “porém” para que esse recado ficasse claro. Dessa vez, ele diz que *“todos os membros concordaram que há mais riscos para cima na inflação”*. Mas se todos acharam que há mais riscos para cima na inflação, por que apenas *“vários membros”*, e não todos, indicaram uma assimetria no balanço de riscos? Para nós, era uma prova de que o BCB não queria subir mesmo.

Então o que nos fez mudar nossa expectativa quanto aos juros? As falas do diretor de Política Monetária e provável futuro presidente do BCB, Gabriel Galípolo, em um evento da Confebras na tarde do dia 8 de agosto, apenas dois dias após a divulgação da ata.

Entre outras coisas, Galípolo disse: *“a ideia de ser indicado para o BC e não poder elevar os juros por questões políticas não faz muito sentido”; “a interpretação do Copom é que a inflação de 3,2% do modelo alternativo está acima da meta”; “a minha avaliação é que o balanço de riscos está assimétrico”; “entre as medidas está a elevação da taxa de juros”*. Interessante notar que, no mesmo dia pela manhã, o atual presidente do BCB, Roberto Campos Neto, participou de um evento sem se pronunciar sobre política monetária. Além disso, uma semana após as falas de Galípolo, Lula, que sempre criticou os juros altos, afirmou: *“A pessoa que eu vou indicar é uma pessoa que vai ter compromisso com o povo brasileiro. Na hora que precisar reduzir a taxa de juros, ele vai ter de ter coragem de dizer que vai reduzir. Na hora que vai aumentar, ele vai ter de ter a mesma coragem de dizer que vai aumentar”*. Coincidências acontecem na vida, mas acreditamos que tudo o que aconteceu nas últimas semanas foi uma estratégia de reduzir a resistência do mercado ao nome de Galípolo como novo presidente do BCB. Até as recentes entrevistas de Roberto Campos Neto, em um tom abaixo do de Galípolo, seriam para mostrar que o diretor de Política Monetária é que estaria liderando o movimento de alta de juros.

Se a intenção do BCB era encaminhar um alta de juros na reunião de setembro (18/9) e fortalecer o nome de Gabriel Galípolo como seu futuro presidente, podemos dizer que eles foram bem-sucedidos. Tanto que nos convenceram. Entretanto, se a intenção era “latir para não precisar morder”, o BCB agora tem um problema, pois boa parte da melhora do câmbio recente, que saiu de R\$ 5,63 no dia anterior à entrevista de Galípolo para R\$ 5,41 na última segunda-feira (19/8), teve relação com o endurecimento do discurso por parte do BCB. A prova disto é que, na quinta-feira (22/08), Galípolo tentou “amaciar” o impacto dos seus discursos anteriores, talvez por uma reclamação dos demais diretores de que estava deixando o Copom em um “corner”, como ele mesmo falou. Resultado? O dólar, que já estava em alta por outros fatores, piorou R\$ 0,05 após o início da sua fala, fechando o dia próximo dos R\$ 5,60 novamente. As palavras têm poder e, vindas da boca de um diretor do BCB, fazem preço. Por isso, a comunicação é considerada mais uma ferramenta de política monetária.

Considerando que o BCB vai mesmo “morder”, não nos parece razoável subir os juros apenas uma vez para evitar uma reação ruim do mercado, principalmente com os dados econômicos dando suporte para um miniciclo – o crescimento econômico continua a surpreender os economistas, com a taxa de desemprego atingindo o menor patamar desde 2014, quando a economia brasileira claramente estava superaquecida. Além disso, a inflação de 2024 corre o risco de ficar acima do teto da meta (4,5%) e a de 2025, ao redor de 4,0%. Por isso, prevemos altas de 0,25 p.p. nas três reuniões de 2024, com a Selic fechando o ano em 11,25% a.a. Para 2025, achamos difícil que o novo presidente não dê mais uma alta de 0,25 p.p. na primeira reunião do ano. Entretanto, esse miniciclo vai abrir espaço para a retomada das quedas no segundo semestre, com a Selic fechando 2025 em 10,00% a.a. Viés? Com a esperada queda dos juros nos EUA, talvez o miniciclo seja menor do que esperamos.

Frase da Semana

“O economista é aquele especialista que saberá amanhã porque as coisas que previu ontem não aconteceram hoje.”

Laurence J. Peter

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,20	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	11,25	10,00
USDBRL	5,28	4,86	5,30	5,50
PIB (%)	3,00	2,90	2,50	2,00