



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **73**

20 DE SETEMBRO DE 2024

Sem surpresas e sem certezas

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.



## Sem surpresas e sem certezas

A “superquarta”, quando foram realizadas reuniões no Banco Central do Brasil (BCB) e no BC americano (Federal Reserve, Fed), acabou como os mercados esperavam, mas nem por isso foi desprovida de emoções. Como prometido na semana passada, vamos usar esta edição de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir tanto o resultado dessas reuniões quanto as indicações para as próximas.

Nos Estados Unidos, o Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano – reduziu os juros em 0,50 p.p., que passaram de um intervalo entre 5,25% a.a. e 5,50% a.a. para um intervalo entre 4,75% a.a. e 5,00% a.a.<sup>1</sup>, como esperado pelos mercados, mas não pelos economistas. Estes, segundo a compilação da Bloomberg, previam um corte de apenas 0,25 p.p. Então a primeira questão a ser respondida é: por que o FOMC cortou 0,50 p.p.?

Essa é uma boa pergunta, que inclusive foi a primeira da entrevista coletiva pós-reunião do presidente do Fed, Jerome Powell: o que mudou desde julho, última reunião, quando Powell praticamente descartou um corte de 0,50 p.p.? Na verdade, em termos econômicos muito pouco. Antes do encontro anterior, a inflação medida pelo Consumer Price Index (CPI)<sup>2</sup> passou de 3,0% para 2,5%, uma queda importante de 0,5 p.p., mas o núcleo do índice desacelerou apenas 0,1 p.p., passando de 3,3% para 3,2%. Na parte do mercado de trabalho, poucas mudanças. A criação líquida de vagas (o Payroll, um indicador análogo ao nosso CAGED), que tinha sido de 136.000 em julho, estava em 142.000 em setembro, a taxa de desemprego passou de 4,1% para 4,2%, e o salário semanal médio saiu de 3,9% para 3,8%, todos no mesmo período. Então, não podemos debitar o início mais forte, desmentido a indicação anterior de Powell, na piora acentuada nas variáveis que importam para o mandato dual do Fed, de manter a estabilidade dos preços ao mesmo tempo que alcança o maior emprego possível. Será que o Fed está vendo algo no cenário que os números não mostram?

No comunicado pós-FOMC, nada indica isso. Na verdade, as mudanças de cenário econômico foram muito poucas com relação àquelas da reunião de julho. Por exemplo, na visão do Fed, “os indicadores recentes sugerem que a atividade econômica continua a se expandir a um ritmo consistente”<sup>3</sup> – frase exatamente igual à do encontro anterior. Além disso, “julga que os riscos de alcançar os seus objetivos de emprego e inflação estão relativamente equilibrados”<sup>4</sup> – frase um pouco diferente de “julga que os riscos de alcançar os seus objetivos de emprego e inflação continuam se movendo para um equilíbrio melhor”<sup>5</sup>, da reunião de junho. Essa diferença justificaria uma queda dos juros, mas talvez não ao ritmo de 0,50 p.p. Então, seria algo que o Fed estaria vendo à frente a justificativa para o movimento desta semana?

<sup>1</sup> Ao contrário daqui, onde o BCB tenta manter a Selic ao redor da taxa decidida no Copom, nos EUA o Fed deixa a Fed Fund Rate (FFR) oscilar dentro de um intervalo de 0,25 p.p. Daqui para a frente, sempre que nos referirmos à taxa de juros nos EUA, falaremos do limite superior do intervalo.

<sup>2</sup> Não é o índice de inflação que o Fed usa para política monetária, mas, por ser o mais próximo de nosso IPCA, vamos usá-lo.

<sup>3</sup> Tradução livre de “Recent indicators suggest that economic activity has continued to expand at a solid pace”.

<sup>4</sup> Tradução livre de “judges that the risks to achieving its employment and inflation goals are roughly in balance”.

<sup>5</sup> Tradução livre de “judges that the risks to achieving its employment and inflation goals continue to move into better balance”.

Para nos ajudar a responder a essa pergunta, vamos usar o Summary of Economic Projections (SEP). No PIB não houve nenhuma alteração relevante com relação àquela da reunião de junho<sup>6</sup>, com a projeção para este ano passando de 2,1% para 2,0%, nível mantido até 2027. Na inflação medida pelo Personal Consumption Expenditure (PCE), a inflação para 2024 passou de 2,6% para 2,3%; em 2025, passou de 2,3% para 2,1%, chegando à meta de 2,0% em 2026 e assim ficando em 2027, o que também ocorria em junho. No núcleo do PCE, tivemos um comportamento semelhante. A projeção para 2024 passou de 2,8% para 2,6%; a de 2025, de 2,3% para 2,1%; e, a partir de 2026, se estabilizaria em 2,0%, nível da meta de inflação. Com isso, certamente a maior mudança, pelo menos para este ano, foi na taxa de desemprego, que passou de 4,0% para 4,4%, nível mantido em 2025, voltando a cair para 4,3% em 2026, chegando a 4,2% (considerada a taxa natural de desemprego pelo Fed) em 2027. Talvez aqui esteja a chave para entender a motivação para o corte mais forte: o medo de estar “atrás da curva”, ou seja, atrasado, com sua meta de emprego, como estava com sua meta de estabilidade de preços no início do ciclo de alta, em março de 2022. Mas, como o medo não é uma variável econômica, aumentam as incertezas sobre o que fazer daqui para a frente e até onde ir com os cortes.

Isso fica claro no famoso “gráfico das bolinhas”. Para 2024, ou seja, para as próximas duas reuniões, em novembro (7/11) e dezembro (18/12), o cenário mostra praticamente o mesmo número de membros do FOMC que acreditam que teremos apenas mais um corte de 0,25 p.p. (7) e que acreditam que teremos uma redução acumulada de 0,50 p.p. (9) – ambas as possibilidades bem abaixo dos dois cortes de 0,50 p.p. (1,0 p.p. no total) esperados pelo mercado. O próprio Powell, em sua entrevista pós-reunião, tentou frear o otimismo dos que achavam que o ritmo de corte dessa reunião poderia ser replicado nas próximas. Mas o pior não foi isso; dado que todos os caminhos têm que chegar ao mesmo lugar – a taxa de juros de longo prazo –, talvez a projeção do Fed para ela ajudasse a diminuir a incerteza. Ledo engano. O BC americano até dá um número (2,9%), que representaria a mediana das projeções dos integrantes do FOMC. Entretanto, esse valor tem pouca relevância, uma vez que os 19 membros do colegiado apresentaram 12 opções para a taxa de juros de longo prazo. Ou seja, se fôssemos fazer uma aposta sobre qual seria a verdadeira, teríamos 8,3% de chances de acertar. Melhor que o “jogo do tigrinho”, mas ainda longe do ideal para se fazer projeções.

Certamente esse corte de juros mais forte do Fed ajuda no caminho do BCB via câmbio. Logo após a reunião do FOMC – e, portanto, um pouco antes da reunião do Copom –, o dólar atingiu níveis próximos de R\$ 5,45, patamar não observado desde 19 de agosto, e, ao longo da quinta-feira subsequente à “superquarta”, chegou a romper os R\$ 5,40, o que não era visto desde junho. Entretanto, isso não poderia ser a senha para o BCB desistir de iniciar um novo ciclo de alta, e não foi.

Seguindo o que era amplamente esperado pelo mercado, o Copom elevou os juros em 0,25 p.p. (de 10,50% a.a. para 10,75% a.a.) e apresentou um comunicado bastante sucinto, sem comprometimento com nenhum cenário futuro. Até o cenário alternativo, que sempre dava alguma dica sobre o tamanho do ciclo, por indicar qual seria a inflação no

<sup>6</sup> O Fed divulga o SEP apenas nas reuniões de março, junho, setembro e dezembro.

horizonte relevante (1º trimestre de 2026) caso os juros fossem mantidos até lá em 10,75% a.a., sumiu de cena. Mas, mesmo assim, há algumas indicações, e elas foram hawkish (duras). Por exemplo, a inflação para o horizonte relevante no cenário de referência, ou seja, aquele em que usa as projeções para a Selic do Boletim Focus, estava em 3,5%. Portanto, considerando a trajetória em que os juros básicos no Brasil fechem 2024 em 11,25% a.a., cheguem ao máximo de 11,50% a.a. na 1ª reunião de 2025, fechem esse ano em 10,50% a.a. e cheguem ao final do 1º trimestre de 2026 em 10,00% a.a., não teríamos a inflação na meta, considerando o horizonte relevante para a política monetária. Para piorar ainda mais essa percepção, o comunicado mostrou que existe uma *“assimetria altista em seu balanço de riscos para os cenários prospectivos de inflação”*. O que isso significa? Que, se seu cenário de referência estiver errado, provavelmente é porque a inflação será maior que 3,5%. Portanto, tudo leva a crer que o BCB está com o *“dedo no gatilho”* para acelerar o ritmo de alta dos juros nas próximas reuniões do Copom. Correto? Não necessariamente.

O primeiro ponto a se considerar é que, no tal cenário de referência, ele usa um dólar de R\$ 5,60, bem acima dos R\$ 5,40 do dia posterior à reunião. Obviamente o BCB não pode contar com o câmbio para fazer política monetária, mas, como essa variável tem um papel importante no modelo do BCB, a simples troca desses números já puxaria a inflação no horizonte relevante para menos de 3,5%. Além disso, do mesmo modo que, na ata da reunião de julho, havia uma discussão sobre qual seria o melhor caminho para a política monetária – *“de um lado, se a estratégia de manutenção da taxa de juros por um tempo suficientemente longo levará a inflação à meta no horizonte relevante; de outro lado, o Comitê, unanimemente, reforçou que não hesitará em elevar a taxa de juros para assegurar a convergência da inflação à meta se julgar apropriado”* –, poderemos ver na ata da última reunião uma discussão semelhante, sobre se é melhor acelerar o ritmo no curto prazo e fazer um ciclo menor, ou ir mais devagar e estender o ciclo por mais tempo. Certamente, como o próprio BCB deixou claro no comunicado, a trajetória escolhida vai depender dos dados divulgados até a próxima reunião, até porque lá o horizonte de projeção já estará no 2º trimestre de 2026, período para o qual não temos a informação da inflação projetada pelo modelo do BCB. Por isso, o Relatório Trimestral de Inflação (RTI), que será divulgado no dia 26 de setembro, apenas dois dias depois da ata, será muito importante para avaliarmos a melhor escolha para esse dilema sobre a forma do ciclo de alta que ora se inicia. Por enquanto, mantemos a projeção de que a Selic fechará 2024 em 11,25% a.a., mas, ao mesmo tempo, após as informações contidas no comunicado, não nos sentimos mais confortáveis com a ideia de que ela fecharia 2025 em 10,00% a.a. Por isso estamos revendo a projeção para 10,75% a.a., podendo sofrer alterações após o RTI da semana que vem.

Se fôssemos resumir o resultado da *“superquarta”*, poderíamos dizer que foi sem surpresas, mas também sem certezas. Tanto o Fed quanto o BCB tomaram as decisões que estavam *“precificadas”* pelos mercados, porém mostraram muitas dúvidas com relação aos próximos passos, adotando um discurso uníssono de que estão dependentes dos dados. Entretanto, apesar de muitas, não temos apenas dúvidas. Uma certeza boa é que o

diferencial de juros entre o Brasil e os EUA vai continuar a subir nos próximos meses, o que pode influenciar favoravelmente o real, ajudando o trabalho de nosso BC. Já uma certeza ruim é que o movimento do Fed desta semana vai ter consequências políticas relevantes caso Donald Trump seja eleito presidente dos EUA. Que tal uma repetição do embate entre Lula e Roberto Campos na economia mais importante do mundo?

## Frase da Semana

*“Para quem não sabe para onde ir, qualquer caminho serve.”*

Gato de Cheshire à Alice no livro Alice no País das Maravilhas, de Lewis Carroll

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,40	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	11,25	10,75
USDBRL	5,28	4,86	5,30	5,50
PIB (%)	3,00	2,90	3,10	2,00