



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **24**

06 DE OUTUBRO DE 2023

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 será o objetivo de **“O Canário da Mina”**, artigo semanal que a G5 Partners passará a divulgar toda sexta-feira: fugir do “lugar comum” e não se limitar a ser apenas um compêndio do que aconteceu ao longo dos dias anteriores ou do que acontecerá nos próximos; o intuito é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.



Um peixe estragado servido a bordo causa desmaios em boa parte dos passageiros e, principalmente, no piloto e no copiloto de um voo entre Los Angeles e Chicago, tornando a viagem uma grande confusão. Esse é o enredo da comédia besteirol *Apertem os cintos... O piloto sumiu!*, um grande sucesso da década de 1980. Mas o que isso tem a ver com “O Canário da Mina”? Bem, considerando o que aconteceu nos mercados nos últimos dias, poderíamos dizer... tudo! Em sentido figurado, a sensação dos investidores era de estar em um avião desgovernado passando por uma área de turbulência. Mas, assim como em um avião, onde às vezes o sacolejo é apenas uma nuvem e às vezes é algo mais sério, nos mercados, as variações abruptas dos ativos às vezes são movimentos no vazio e às vezes têm algum fundamento. Portanto, vamos usar o OCM desta semana para separar o joio do trigo e ver o que é marola e o que é onda nesse caso.

Para dissecar o que aconteceu, devemos primeiro identificar o catalisador desse movimento; o principal suspeito parece ser a reunião de 20 de setembro do Federal Reserve (Fed) — Banco Central americano.

Começando nos Estados Unidos, no dia 19 de setembro, portanto um dia antes do Federal Open Market Committee (FOMC, o Copom americano), o índice S&P da bolsa de Nova York estava em 4.443 pontos; o DXY, índice que mede a variação do dólar contra uma cesta de moedas, em 105,1 pontos; e o retorno do título de 10 anos do Tesouro americano, em 4,36% a.a. Nos dias que se seguiram, houve uma deterioração quase contínua desses ativos. O S&P chegou a 4.225 pontos na última quinta-feira (04/10), queda de quase 5,0%; o DXY, a 107,0 na quarta-feira (03/10), mesmo dia em que o “10 anos” americano chegou a 4,80% a.a. — o maior nível desde agosto de 2007, às vésperas da quebra do Lehman Brothers. Nós nos acostumamos a ouvir que *“quando os EUA espirram, o Brasil pega uma pneumonia”*. Essa máxima estava meio em desuso, mas veio com força nas últimas duas semanas, quando a piora do mercado americano teve o impacto amplificado nos ativos brasileiros. Considerando as mesmas datas acima, o Ibovespa perdeu cerca de 4,00% de seu valor, o dólar subiu mais de 6,0%, e o título de 10 anos brasileiro passou de 11,40% a.a. para 12,08% a.a.

Duas conclusões podem ser tiradas do parágrafo anterior. A primeira é que nossa suposição de que o catalisador do movimento de piora dos ativos dos últimos dias foi a reunião do BC americano parece correta. A segunda é que, apesar de não ser consolo para ninguém que perdeu dinheiro, questões ligadas à economia brasileira pouco influenciaram na piora dos mercados por aqui.

Mas o que o Fed fez que causou tanta comoção? Na verdade, não foi o que ele fez, mas o que ele disse. A decisão de manter os juros estáveis em 5,25% a.a. era dada como certa pelo mercado antes da reunião, mas mudanças expressivas nas perspectivas para o futuro da política monetária, aparentemente, não. Basicamente, o que o Fed disse de diferente foi que os juros vão demorar mais do que o esperado para cair e que, no fim do ciclo de queda, estarão mais elevados do que o esperado anteriormente. No OCM 22, fizemos uma análise mais profunda desses assuntos; resumidamente, as projeções dos integrantes do FOMC para os juros básicos ao final de 2024 passaram de 4,50% a.a. em junho para 5,00% a.a. agora. Considerando-se que em 2023 eles ficariam em 5,50% a.a., em vez de

uma redução 1,00 p.p. teríamos apenas 0,50 p.p. de queda nos juros no ano que vem. Em termos práticos, o Fed está dizendo que só deve começar a reduzir as taxas no segundo semestre de 2024, contra a expectativa anterior do mercado de que isso acontecesse ainda no primeiro. Entretanto, intuitivamente essa mudança deveria impactar mais os títulos de curto prazo, mais ligados à política monetária, do que aqueles de prazos mais longos. Mas não foi isso que aconteceu. Enquanto a taxa dos títulos americanos de 10 anos subiu 0,36 p.p., como vimos acima, a dos títulos de 2 anos subiu só 0,06 p.p., passando de 5,09% a.a. para 5,15% a.a. Então, o Fed deve ter mudado algo mais estrutural na visão do mercado.

Como também ressaltado no OCM 22, certamente a parte mais importante da reunião do FOMC foi a indicação de que a taxa de juros neutra americana, aparentemente, passou de 2,5% a.a. para 2,9% a.a. Isso tem uma implicação muito mais poderosa para os ativos do que a discussão ligada a quando o BC americano vai começar a baixar os juros (no primeiro ou no segundo semestre de 2024), pois mexe com a taxa terminal dos juros nos EUA, aquela que vai prevalecer quando o Fed parar de reduzir as taxas. Portanto, o que o FOMC fez na reunião do dia 20 de setembro foi dizer que a taxa de equilíbrio nos EUA vai ser mais alta, daí o impacto ter sido maior na parte longa do que na curta da curva dos juros dos títulos americanos.

Esse foi o estopim, mas o rastilho de pólvora correu pelos demais mercados no mundo devido à importância da curva de juros americana para os outros ativos. Como os EUA emitem a moeda de curso mundial, os títulos de sua dívida são considerados de risco zero e, como tal, são a base para a formação das taxas no globo. Portanto, ato contínuo ao aumento das taxas nos EUA, o mundo todo viu suas curvas de juros se deslocarem para cima, como vimos no Brasil. Só que o “estrago” não ficou circunscrito ao mercado de juros. Tudo mais constante, se o mercado espera taxas mais altas nos EUA, a tendência natural é que o dólar se valorize perante as demais moedas; quanto mais arriscado o país, maior sua desvalorização cambial. Por isso, enquanto o euro perdeu 2,0% de seu valor em relação à moeda americana entre 19 de setembro e 3 de outubro, o real desvalorizou-se mais de 6,0% no mesmo período, como supracitado. Por fim, se há algo de que o mercado de ações não gosta, são juros altos, e aqui o prejuízo é “socializado”, sem distinção entre ricos e pobres – como a bolsa brasileira perdendo 4,00% contra 6,00% dos EUA.

Bem, a identificação do problema parece bem-feita, mas qual seria a prescrição do tratamento? Como diriam as avós de alguns ou bisavós de outros: “canja, repouso e banho morno toda vez que a febre aumentar”. Traduzindo para os investimentos, paciência, porque no susto o mercado sempre exagera, e falsos positivos sempre acontecem, como na quinta e na sexta-feira da semana passada; porém, no fim, o mercado sempre volta para os fundamentos. E quais seriam eles? Para responder a essa pergunta, temos que tentar entender a motivação do Fed em levantar a questão da taxa de juros neutra.

O BC americano subiu os juros de modo rápido e forte, como não se via desde a década de 1980; entretanto, em vez da desaceleração esperada, a economia americana está se mostrando tão resiliente que o Fed teve que subir sua expectativa de crescimento de 2023 de 1,0% para 2,1% e a de 2024, de 1,1% para 1,5%. Se suas projeções estiverem

certas, mesmo com alta dos juros, a economia americana vai crescer mais neste ano do que em 2022 (1,9%). Portanto, faz sentido pensar que a potência da política monetária talvez esteja reduzida por algum fator, como o aumento da dívida pública americana. Se isso for verdade, o Fed teria que subir mais os juros para obter o mesmo resultado de antes, o que nada mais é do que dizer que a taxa de juros neutra é mais alta. A princípio essa história parece bem plausível, mas, de nosso ponto de vista, deixa escapar alguns pontos que podem ter, temporariamente, tornado a política monetária menos potente do que antes. O principal deles foi a transferência de renda do governo americano para o consumidor (nos moldes do Auxílio Emergencial), da ordem de USD 5,4 trilhões, algo em torno de 23% do PIB dos EUA. Isso gerou um excesso de poupança (valor acima do que seria o crescimento natural considerando a tendência de antes da pandemia) de USD 2,3 trilhões, que tem sido gasto ao ritmo de USD 250 bilhões por trimestre, um impacto de 1,1 p.p. no PIB trimestral. Além disso, não dá para descartar que esse “maná” tenha ajudado também a manter milhares de americanos fora do mercado de trabalho, reduzindo artificialmente a taxa de desemprego. Só que, segundo nossas contas, esse combustível extra deve acabar entre o quarto trimestre de 2023 e o primeiro de 2024. Será que a partir daí a economia americana continuará mostrando um desempenho tão robusto? Apostamos que não e, se estivermos certos, talvez o Fed reveja sua análise sobre a perda de potência de política monetária e, consequentemente, a respeito da alta da taxa de juros neutra.

Ao contrário do filme, as confusões não começaram porque o “piloto sumiu”, mas porque o próprio piloto resolveu “bagunçar o coreto”. Uma situação bem mais tranquilizadora, uma vez que ainda existe alguém no controle do avião. Entretanto, isso não é garantia de que as coisas vão se resolver rapidamente. A velocidade depende dos dados que serão divulgados daqui para frente, na “vibe” de “quanto pior, melhor”: quanto mais fracos forem os dados econômicos, melhor para os nervos do mercado.

Frase da Semana

“A coisa mais importante a fazer se você está num buraco é parar de cavar.”

Warren Buffett

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	3,00	1,90

4