



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **27**

27 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.



Parece que foi ontem que as projeções do Federal Reserve (Fed) e as falas de seu presidente, Jerome Powell, deram a “largada” para a piora dos mercados mundiais, mas já estamos novamente às vésperas de mais uma reunião do banco central norte-americano. Portanto, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” para lembrar o que aconteceu desde 20 de setembro, data da última reunião do Federal Open Market Committee (FOMC), e discutir o que podemos esperar desta reunião e dos próximos passos da política monetária nos Estados Unidos.

Para começar, devemos reconhecer que a alta das taxas dos títulos americanos de 10 anos não começou com a reunião do dia 20 de setembro; entre o início de maio e o último encontro do FOMC, ela já havia subido de 3,34% a.a. para 4,34% a.a. Entretanto, esse movimento, apesar de aparentemente expressivo, pode ser considerado suave, pois demorou praticamente cinco meses. Já o que aconteceu após a reunião do Fed foi muito mais abrupto, conseqüentemente mais impactante, porque houve uma alta de 0,65 p.p. em apenas um mês. Se fizermos a comparação em termos proporcionais, o “susto” fica mais evidente: tivemos 65% do movimento em apenas 20% do tempo. Além disso, há outra diferença importante: enquanto o movimento anterior ocorreu devido a uma revisão da perspectiva da política monetária do Fed, uma questão cíclica, a última foi motivada por outros fatores mais estruturais, como possíveis mudanças na taxa de juros neutra nos EUA e a piora fiscal. Isso fica claro ao vermos que, entre maio e setembro, 85,2% do movimento foram impulsionados pela expectativa de uma política monetária mais apertada. Já no que ocorreu desde a última reunião do Fed, 99,5% foram estimulados pelo chamado prêmio de risco, que nada mais é do que medo de calote. Vamos no ater um pouco a esse ponto.

Apesar de o estopim do último movimento ter sido uma reunião de política monetária, o problema mesmo é fiscal. Interessante notar que esse problema não é novo, visto que a última vez que os EUA tiveram um superávit fiscal foi em 2001, e mesmo o nível atual, de déficit em torno de 6,0% do PIB, foi regra entre 2009 e 2012 – sem contar que, durante a pandemia, esse número chegou a mais de 18,0% do PIB. Então por que essa discussão tem causado tanto estresse agora? Para responder a essa pergunta, temos primeiro que pensar que, assim como desastres aéreos, problemas econômicos raramente têm uma única causa e, a nosso ver, a primeira causa, que faz a ligação com a reunião do Fed de 20 de setembro, é que talvez a taxa de juros neutra americana seja mais alta. Mas o que isso tem a ver com a questão fiscal? Pouco se as contas estiverem em ordem, mas, como não estão, se a taxa neutra for mais alta, os juros de equilíbrio, ou terminais, também serão e, conseqüentemente, o que o governo americano pagará em serviço da dívida também será, piorando ainda mais o resultado fiscal – elevando, com isso, a necessidade de o Tesouro dos EUA emitir mais dívida, o que puxa as taxas dos títulos públicos americanos para cima, retroalimentando o círculo vicioso. O que poderia quebrá-lo? Uma política fiscal mais austera. Mas aqui entra nossa segunda causa: o problema político nos EUA. Como chegar a um consenso sobre um plano fiscal crível se os democratas não abrem mão do aumento dos gastos enquanto os republicanos defendem a redução dos impostos, ao mesmo tempo que um grupo critica a política do outro e ambos não conseguem chegar a um consenso nem para eleger o presidente da Câmara dos Deputados? Se pensarmos que 2024 ainda será ano de eleição presidencial, a chance de qualquer acordo bipartidário no curto prazo parece remoto. Enquanto isso, em 17 de novembro vence o aumento temporário

do orçamento que evitou a paralisação do governo federal em setembro e, em janeiro de 2025, o Congresso americano tem que, novamente, elevar o teto da dívida americana sob pena de levar os EUA a um calote inédito. Até bem pouco tempo atrás, algo como isso era considerado impensável, mas, recentemente, os deputados americanos derrubaram o presidente da casa, algo também inédito na história americana.

Com esse cenário bem mais inóspito do que na última reunião, o Fed vai decidir os juros na quarta-feira (01/11), e a primeira boa notícia é que não será feita uma revisão nas projeções dos membros do FOMC, diminuindo bastante a chance de surpresas desagradáveis como as de setembro. Provavelmente também não haverá alterações nas taxas. Segundo a CME, o mercado atribuiu uma chance de 98,0% de que os juros sejam mantidos em 5,25% a.a. Dessa forma, as grandes fontes de informação para o mercado serão o comunicado e, principalmente, a entrevista pós-reunião de Jerome Powell. Com relação ao primeiro, até pelo tamanho do texto, menos de uma página, o espaço para surpresa parece pequeno. Por sua vez, na entrevista do presidente do Fed, o potencial de confusão é grande, assim como foi em setembro. Tivemos uma *avant première* no dia 19 de outubro, quando Powell falou no Economic Club de Nova York.

Em sua apresentação, o presidente do Fed disse que a economia americana *“parece estar se acostumando a taxas de juros altas”*, que a evidência é que *“a política monetária não está tão apertada assim”* e que, talvez, *“os juros não estejam altos o suficiente por um tempo suficientemente alto”*, dando a entender que a taxa de juros de equilíbrio talvez esteja mais alta do que o esperado. Entretanto, para não deixar dúvida, ele acabou indo direto ao ponto: *“a taxa de juros neutra pode estar mais alta no curto prazo”*. Outra preocupação do mercado, que citamos anteriormente, também foi tópico de sua apresentação: *“nós sabemos que estamos em uma trajetória fiscal insustentável”*. Ou seja, Powell *“tocou em todas as feridas”* do mercado. Não por coincidência, essa foi a *“desculpa”* para a taxa de juros dos títulos americanos de 10 anos subirem rumo aos 5,00% a.a. Portanto, considerando que esse evento ocorreu há apenas oito dias, é difícil esperar que esses assuntos não voltem à fala do presidente do Fed na entrevista da reunião da próxima quarta-feira. Mas, não apenas de notícias ruins deve ser feito este colóquio. Na mesma apresentação supracitada, Powell também falou coisas que são música para os ouvidos dos mercados, como *“muitos indicadores sugerem que o mercado de trabalho está gradualmente esfriando”*, ou *“temos muitos sinais de que o mercado de trabalho está voltando para o balanço”*, ou mesmo *“na margem, a alta nas taxas (dos títulos de longo prazo do Tesouro americano) pode significar a necessidade de menos aperto monetário”*. Esse último tópico é importante porque pode ser uma indicação de que o Fed já encerrou o processo de elevação das taxas de juros. Por exemplo, o Morgan Stanley estimou que o recente aumento nas taxas de juros dos títulos americanos de 10 anos equivaleria a uma elevação de 0,75 p.p. nas Fed Funds (a Selic americana). Por isso acreditamos que os juros americanos ficarão estáveis em 5,25% a.a. Por quanto tempo? Essa é a pergunta que vale bilhões de dólares. Por enquanto o Fed indica, e o mercado aposta, que as taxas só começarão a ser reduzidas no segundo semestre de 2024, mas essa projeção se baseia na hipótese de que a economia americana vai continuar forte. Como somos mais pessimistas quanto a isso, acreditamos que talvez essa queda ocorra antes do que o esperado.

Mais uma reunião do Fed e, mais uma vez, o resultado já parece dado. Mesmo assim, certo nervosismo vai pairar sobre os mercados na quarta-feira que vem quando Jerome Powell começar a falar, e por um motivo simples: assim como todos nós, o BC americano tem mais dúvidas do que certezas. Por coincidência, na quarta-feira também ocorrerá a reunião do nosso BC, com a queda de 0,50 p.p. na Selic estando bem precificada, mas isso é assunto para “O Canário da Mina” da semana que vem.

Frase da Semana

“Os políticos usam os economistas como os bêbados usam o poste: mais para se apoiar do que para iluminar.”

Alan Blinder

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,70	3,70
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,50
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	3,00	1,90