



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **42**

16 DE FEVEREIRO DE 2024

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.



Tivemos uma semana quase “morta” por aqui, com corações e mentes ligados ao Carnaval — se não à festa, pelo menos ao descanso proporcionado pelos dias de feriado. Entretanto, se por aqui o ano só vai “começar mesmo” na segunda-feira (19/2), lá fora, durante nossa festa de Momo, foi divulgado um número que causou um grande impacto nos mercados: o CPI (sigla em inglês para Consumer Price Index – Índice de Preços ao Consumidor) de janeiro nos Estados Unidos. Portanto, em virtude da importância desse indicador para a perspectiva de política monetária por lá e da falta de novidade por aqui, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para dissecar esse número e avaliar suas consequências.

Vamos primeiro aos números. O CPI subiu 0,3% em janeiro na comparação mensal, acima do 0,2% esperado pelo mercado, segundo a Bloomberg; já na comparação anual, a variação foi de 3,1%, também acima dos 2,9% projetados. Em relação aos resultados anteriores, o CPI ficou estável no número mensal, desacelerando com relação aos 3,4% de dezembro, na comparação anual. Mas o que chamou mesmo a atenção dos mercados foi o núcleo do CPI, uma medida mais estável por retirar do cálculo itens mais voláteis, como alimentos e combustíveis. Na comparação mensal, o índice ficou em 0,4%, acima tanto do 0,3% esperado quanto do resultado de dezembro (0,3%). O resultado anual, apesar de estável com relação aos 3,9% de dezembro, superou os 3,7% projetados pelo mercado.

Números acima do esperado — alguns mostrando aceleração com relação ao mês anterior, mas todos bem acima da meta de 2,0% — causaram estragos no mercado. O índice S&P da bolsa americana caiu 1,37%, a taxa dos títulos americanos de 10 anos subiu 0,13 p.p. e chegou a 4,31% a.a., o maior patamar desde 30 de novembro do ano passado, um comportamento semelhante ao do DXY (índice que mede a força do dólar contra uma cesta de moedas<sup>1</sup>), que registrou 104,96 pontos, nível não visto desde 13 de novembro de 2023. Mas será que esse CPI justifica todo esse movimento do mercado?

Para responder a essa pergunta, devemos analisar dois fatores. O primeiro é técnico e tem a ver apenas com o que esse número nos diz sobre a inflação nos EUA, ou seja, os meandros do resultado. O segundo é comportamental e reflete o momento do mercado, principalmente no que diz respeito à política monetária americana.

Começando pelo último, temos que considerar que o mercado foi da euforia à depressão em pouco mais de um mês, no que se refere às chances de corte dos juros nos EUA. Usando como métrica o cálculo feito pelo CME Group, no último pregão de 2023 a curva futura de juros atribuía uma chance de 17,57% de o Federal Reserve (Fed) iniciar a redução dos juros já na reunião de janeiro (31/1) e 88,46% de isso ocorrer na reunião de março (20/3). Ou seja, não descartava janeiro, mas acreditava piamente que de março não passaria. O problema é que esse não parece ser o plano de voo do banco central americano. Com a manutenção dos juros na reunião de janeiro e um discurso mais duro, o Fed reduziu as chances de corte em março para 38,00% no dia seguinte à reunião (1/2), fazendo com que as atenções do mercado se voltassem para maio (1/5), com 93,85% de probabilidade de ser a reunião do primeiro corte. De lá para cá, os dados mostraram uma economia mais forte e um mercado de trabalho mais apertado do que o

<sup>1</sup>Euro (57,6%), iene (13,6%), libra (11,9%), dólar canadense (9,1%), coroa sueca (4,2%) e franco suíço (3,6%).

esperado, reduzindo mais ainda o otimismo do mercado quanto a um corte de juros rápido do Fed. Na véspera da divulgação do CPI, a chance da reunião de março já havia caído para 16,00% e a de maio, para 60,70% – ainda majoritária, mas em um patamar bem menor do que no início do mês. Ou seja, é com um mercado já ressabiado que um CPI pior do que o esperado é divulgado, o que certamente ajudou na reação supracitada e fez com que se buscasse “pelo em ovo” no índice, resultando na queda da chance de um corte em março para 9,00% e em maio, para 34,48%. Ou seja, a “bola da vez” agora é junho (12/6), com 81,30% de chance.

Como vimos no parágrafo anterior, o momento não era bom, mas será que o resultado foi tão ruim assim? À primeira vista, sim, uma vez que veio acima do esperado pelo mercado; porém, o pior é que, “à segunda vista”, também. Quando abrimos o núcleo para ver o que está mantendo o número estável em 3,9% entre dezembro e janeiro, observamos que o “culpado” é exatamente o grupo que vem causando “calafrios” nos banqueiros centrais pelo mundo: os serviços. Como vimos no OCM da semana passada, a ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) externou essa preocupação não apenas com a inflação brasileira, mas também com a mundial, e o número desta semana nos EUA parece corroborar o cenário do BCB: a parte de serviços do núcleo subiu 5,37%, bem acima do índice como um todo (a parte de bens caiu 0,29%) e da meta de 2,0%. O pior é que esse não é um ponto fora curva. A parte de serviços do núcleo do CPI vem “rodando” acima de 5,00% desde maio de 2022, tendo atingido o pico de 7,26% em fevereiro do ano passado. Portanto, em 12 meses, os serviços caíram menos de 2,00 p.p. de seu valor mais alto das últimas décadas, estando, após 5,25 p.p. de aumento dos juros, ainda mais próximos do pico do que da média dos 12 meses anteriores à pandemia (2,9%). Olhando desse jeito, parece que nem em junho o Fed teria espaço para começar a reduzir os juros. Será?

Felizmente uma peculiaridade do índice abre espaço para uma “terceira vista” nesse CPI: o peso dos aluguéis. Enquanto no Brasil esse item corresponde a apenas 3,66% do índice geral, nos EUA chega a 7,67% – e pior: lá eles têm o chamado “Owner’s equivalent rent of residences”, que seria o custo de oportunidade do proprietário em não alugar o imóvel onde reside. Meio confuso, né? Pois bem, esse item bastante subjetivo pesa nada menos que 26,77% do índice geral e 50,7% da parte dos serviços no núcleo. Portanto, sem esse item “estranho” o resultado do núcleo seria 2,65%, e não 5,37%. Fazendo o mesmo cálculo com o índice geral, se “zerássemos” o “Owner’s equivalent rent of residences”, o CPI de janeiro não seria 3,1%, mas 1,4% (!) – abaixo da meta de inflação americana (2,0%). Sendo mais realista, se esse item voltasse para sua média pré-pandemia (2,6%), o CPI americano passaria dos 3,1% atuais para 2,1%.

Mas o “se” não existe. Então, temos que encontrar algum indicador que seja antecedente desse item do CPI e observar a tendência esperada para os próximos meses. Algumas das métricas preferidas para fazer essa projeção vêm dos preços dos imóveis, e duas em particular são bem famosas: o S&P Corelogic Case-Shiller 20 City Composite e o FHFA House Price Index. Fazendo uma comparação das séries, observamos que ambas antecipam o “Owner’s equivalent rent of residences” com uma defasagem de, aproximadamente, 15 meses, com um índice de correlação

de 73% e 85% (255 observações), respectivamente. Portanto, se essa correlação se mantiver, podemos dizer que, ao olharmos o passado do S&P Case-Shiller e do FHFA House Price, teremos uma ideia da direção do “Owner’s equivalent rent of residences” no futuro. Uma boa notícia, principalmente porque ambos os índices indicam uma tendência de desaceleração do “Owner’s equivalent rent of residences” nos próximos meses. Difícil dizer o ritmo, mas existe uma chance não desprezível de que, até o final de 2024, esse item esteja “rodando” em seu nível pré-pandemia e, conseqüentemente, o CPI nos EUA esteja mais próximo de sua meta de 2,0%.

A conclusão final é que o número foi ruim, mas existem atenuantes que deveriam fazer com que o mercado não levasse o resultado ao “valor de face”. O fato de mais de um quarto do índice ser concentrado em um item subjetivo e que apresenta uma inércia grande já seria motivo de sobra para isso. Contudo, também temos que lembrar que o índice que o Fed usa para definir sua política monetária não é o CPI, mas o PCE (sigla em inglês para Personal Consumption Expenditures), que está em 2,6%. Além de estar mais baixo, a parte de Housing no PCE pesa 15,4%, menos da metade dos 36,2% adotados no CPI, tornando o índice menos inercial, o que ajuda em sua convergência para a meta. Em 29 de fevereiro, será divulgado o PCE de janeiro, e poderemos tirar a “prova do nove” de tudo que foi dito aqui. Por enquanto, mantemos nossa projeção de que o Fed vai começar a reduzir os juros em maio, fechando o ano com a Fed Fund (a Selic americana) no intervalo entre 4,25% a.a. e 4,50% a.a., uma queda de 1,0 p.p. com relação aos níveis atuais.

## Frase da Semana

*“É um fato importante, e conhecido por todos, que as coisas nem sempre são o que parecem ser”*

Douglas Adams

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	4,86	5,05
PIB (%)	2,90	3,00	2,10