



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **50**

12 DE ABRIL DE 2024

A queda dos juros nos
EUA subiu no telhado

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.



A queda dos juros nos EUA subiu no telhado

No último “O Canário da Mina” (OCM), colocamos um viés de alta em nossa projeção de Selic para o final de 2024, e não por causa da inflação interna, mas devido a um fator externo, a política monetária nos Estados Unidos. Apesar de o Banco Central do Brasil (BCB) dizer reiteradas vezes que não existe uma relação mecânica entre a política monetária americana e a nossa, o nível de juros americanos de certa forma determina até onde os nossos podem ir pela questão cambial. Portanto, vamos usar o OCM 50 para abordar um tema decisivo para a trajetória de juros no Brasil no segundo semestre: o que podemos esperar dos movimentos do Federal Reserve (Fed) nos próximos meses e como isso pode influenciar o nosso BC.

Antes de começar a discutir como está a situação da política monetária nos EUA, vamos recorrer ao passado, mais precisamente ao final de outubro de 2023, para mostrar como variações sobre esse assunto têm influenciado os ativos por aqui. Naquele momento, existia um grande ceticismo com relação à possibilidade de um afrouxamento monetário nos EUA no curto prazo. Usando a probabilidade de corte de juros em cada reunião calculada pelo CME Group, notamos que, no dia 31 de outubro, a chance de que os juros fossem reduzidos, já na reunião de março de 2024, era de apenas 8,0%. O dólar valia R\$ 5,04. Entretanto, alguns números bons de inflação e, principalmente, uma postura mais dovish de vários dirigentes do Fed, notadamente de seu presidente, Jerome Powell, inverteram o jogo e, ao final de 2023, o cenário era completamente diferente: a chance de uma queda dos juros em março era de quase 90,0%. Como consequência dessa melhora no cenário de política monetária nos EUA, o dólar chegou a R\$ 4,85, uma valorização de mais de 4,0% de nossa moeda em apenas dois meses.

Os mais atentos vão perceber que de todos os ativos brasileiros que poderíamos utilizar como base de comparação para mostrar os efeitos da política monetária nos EUA por aqui, escolhemos o câmbio, e não foi sem razão. Como chamamos a atenção no parágrafo introdutório, pode não existir uma relação mecânica entre a política monetária americana e a brasileira, mas há uma relação cambial. No mesmo período em que nossa moeda se valorizou 4,0%, a moeda americana, com base no Dollar Index (DXY)¹, perdeu 5,0% de seu valor no mercado internacional. Ou seja, não foi nossa moeda que se valorizou, foi o dólar que perdeu força. Então, se o mercado internacional começar a perceber que estamos voltando para uma situação como a de outubro do ano passado, quando um corte de juros era algo distante, poderemos ver uma nova reversão do cenário. Provavelmente, isso levaria a uma apreciação do dólar no mercado internacional, com a perda de valor proporcional em nossa moeda. Como sabemos que as desvalorizações cambiais são repassadas mais rápido para os preços do que uma apreciação, podemos ver limitado o espaço do BCB para reduzir os juros. Dessa forma, agora temos que observar como estão as expectativas para a redução dos juros nos EUA neste momento.

A escolha desse tema para o OCM desta semana não foi por acaso. Em menos de uma semana, foram divulgados dois dos números econômicos mais relevantes para o Fed: o relatório de emprego e desemprego, na sexta-feira

¹ O DXY é composto de uma cesta de 6 moedas com diferentes pesos: euro (57,6%), iene (13,6%), libra (11,9%), dólar canadense (9,1%), coroa sueca (4,2%) e franco suíço (3,6%).

(5/4), e o índice de preços ao consumidor (CPI, na sigla em inglês), na última quarta-feira (10/4); e nenhum dos dois ajudou a sustentar o otimismo com relação a um afrouxamento monetário no curto prazo nos EUA. Vamos ver o porquê.

Pela ordem cronológica, vamos começar com o relatório de emprego e desemprego. Damos esse nome a ele porque, na verdade, é composto de três indicadores: o Payroll (nosso Caged), a taxa de desemprego e o salário médio semanal. Dos três, apenas o último pôde ser considerado bom, mas apenas por ter mostrado uma desaceleração com relação ao mês anterior (de 4,3% para 4,1%). Seu nível ainda se encontra bem distante da média dos 5 anos anteriores à pandemia (ao redor de 3,0%), uma clara prova de pressões salariais na economia americana. Já a taxa de desemprego apresentou uma queda na comparação com o mês anterior (de 3,9% para 3,8%), e quedas na taxa de desemprego são ruins para a perspectiva de queda nos juros. Mas o resultado não foi considerado de todo ruim, pois veio em linha com as projeções. Por fim, o Payroll mostrou que houve a criação líquida de 303 mil vagas em março, um número razoavelmente maior do que o de fevereiro (270 mil) e o maior resultado mensal desde maio de 2023, período em que o Fed ainda estava elevando os juros. Para piorar ainda mais a situação, a expectativa era de 214 mil vagas criadas. Sem dúvida, esse Payroll teria o condão de mudar totalmente as apostas para o corte de juros e fazer os ativos piorarem no mundo. Não foi o que aconteceu. A chance de corte dos juros na reunião de junho deste ano, a nova boa da vez (como era março no final do ano que vem), passou de 66% antes do resultado para 60% depois, e o dólar se fortaleceu apenas na margem. Por que isso aconteceu? Basicamente porque, na quarta-feira subsequente, tínhamos o CPI e, ao fim e ao cabo, o que importa mesmo para a política monetária é a inflação. Então, vamos ver o que aconteceu com o CPI.

Infelizmente as notícias não são boas. O CPI cheio ficou em 0,38% na comparação mensal, acima do 0,30% esperado pelo mercado e, na comparação anual, o resultado (3,48%) não só veio acima do esperado pelo mercado (3,4%), como também mostrou aceleração com relação a fevereiro (3,2%). Ou seja, além de a inflação não estar perto da meta, está se afastando dela. Os núcleos também não ajudaram. O Core Ex Food and Energy subiu 0,36% na comparação mensal, novamente acima do esperado pelo mercado (0,30%), e 3,75% na comparação anual, também superior à projeção esperada (3,70%). Um número ruim de ponta a ponta.

A reação do mercado foi proporcional ao resultado, e a chance de a reunião de junho deste ano ser a do primeiro corte de juros passou de 67%, antes do CPI, para 17% depois. Pior que isso, a expectativa de afrouxamento monetário não migrou para a primeira reunião subsequente (julho), que teve a chance de corte reduzida de 75% para 42%, mas para setembro, que agora está com 65% de probabilidade. Mesmo essa reunião já foi mais "cotada", com 91% antes do CPI desta quarta-feira. Obviamente isso afeta também a expectativa no total de corte do ano. Antes do número de inflação, a aposta majoritária era de três cortes de 0,25 p.p. ou mais (55,5%), agora é de dois cortes de 0,25 p.p. ou menos (81,0%).

Como supracitado, juros mais altos nos EUA significam dólar mais forte no mercado internacional, e foi exatamente isso que aconteceu depois do CPI de março. O DXY subiu 1,05% e chegou a 105,25 pontos, somente um pouco abaixo dos 106,66 pontos verificado no final de outubro. Ao mesmo tempo, por aqui, o dólar chegou a R\$ 5,08, uma valorização de 1,31%. Comparado com o final do ano passado, o DXY subiu 3,9%, e o real perdeu 4,7% de valor frente à moeda americana. Ou seja, boa parte da desvalorização cambial brasileira ocorreu em virtude do fortalecimento do dólar no mercado internacional; o resto fica na “conta” das tentativas de intervenção do governo na Petrobras e na Vale.

Por fim, chegamos ao nosso BC e à sua política monetária. Tudo que Roberto Campos e sua equipe não queriam ver era o cenário descrito acima. Logo após a divulgação do CPI americano, o presidente do BCB foi entrevistado pela GloboNews e admitiu que o número tinha sido “bastante ruim”, mas voltou a afirmar que “*não há relação mecânica entre a condução da política monetária americana e a determinação da taxa de juros doméstica*”, ou seja, tudo dentro do script. Entretanto, em uma parte da entrevista, ele falou que existe, sim, um ponto de contato entre as políticas monetárias daqui e dos EUA: “*Se começar a ter um evento de liquidez lá fora, o canal comunicante normalmente é o câmbio, aí a moeda começa a se desvalorizar aqui; com a moeda se desvalorizando, as pessoas entendem que pode ter um pouco mais de inflação na frente; começa a afetar as expectativas de inflação, depois afeta a inflação*”. Perfeito, só que Roberto Campos completou: “*Essa dinâmica não está acontecendo*”. Sim, não está acontecendo... ainda. A partir do momento em que os agentes perceberem que o dólar mudou de patamar e os bens importados começarem a vir mais caros, isso vai ser repassado para a inflação dos chamados “bens comercializáveis”, que têm esse nome por sofrerem a concorrência dos preços internacionais. Isso seria um problema a mais para o BCB, uma vez que são exatamente esses bens que estão puxando a inflação para baixo – no acumulado em 12 meses terminado em março, os bens comercializáveis subiram 0,97%, contra 4,72% dos bens não comercializáveis, notadamente os serviços. Fazendo uma conta bem simples, se considerarmos, tudo mais constante, que, por causa da desvalorização cambial, até o final do ano, os bens comercializáveis subam para 3,0% no acumulado de 2024 como um todo, o IPCA do ano sofreria um impacto altista de quase 0,65 p.p.

Esse é o “drama” do BCB. Se não bastassem nossos próprios problemas, com a inércia da inflação de serviços, poderemos ver ainda uma limitação do espaço para redução dos juros decorrente da política monetária nos EUA. Sim, não existe relação mecânica entre ela e a política monetária brasileira; contudo, com as taxas no Brasil vindo abaixo de 10,0% a.a. no segundo semestre, podemos dizer que elas vão “rimar”. Por isso, apesar de ainda mantermos nossa projeção de que a Selic feche o ano em 9,00% a.a., estamos com o “dedo no gatilho” para aumentá-la para 9,50% a.a. se a situação não melhorar. A conferir.

Frase da Semana

“Todo mundo tem um plano até levar um murro na cara.”

Mike Tyson

| 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 (%) | 3,00 | 2,90 | 2,10 |