



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **52**

26 DE ABRIL DE 2024

Problemas para o FED,  
problemas para o mundo

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.



## Problemas para o FED, problemas para o mundo

Depois de uma semana em que foram divulgados o PIB americano e o índice de inflação usado como meta pelo Federal Reserve (Fed) e com a proximidade da reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano –, não tinha como o assunto desta edição de “O Canário da Mina” (OCM) não ser a política monetária nos Estados Unidos. Portanto, vamos tentar mostrar o porquê de ela ser tão importante para os ativos mundiais em geral, assim como, no caso dos brasileiros, o que esperar da trajetória de juros americanos e como esta pode influenciar a nossa.

Muitas vezes deve passar pela mente a seguinte dúvida: por que a política monetária afeta tanto os ativos no mundo? Para responder a essa pergunta, podemos usar uma frase do ex-presidente francês Valéry Giscard d’Estaing, que dizia que os EUA tinham um “*privilégio exorbitante*”, pelo fato de o dólar ser a moeda de reserva mundial. Isso era mais verdade na década de 1970, quando ele cunhou essa frase, mas, mesmo hoje, a moeda americana representa quase 60% de todas as reservas internacionais retidas pelos bancos centrais do globo e algo próximo de 90% de todas as transações mundiais entre moedas em 2023. Por isso, as variações na oferta de dólares no mundo afetam as moedas dos demais países e, conseqüentemente, suas políticas monetárias. Para entender como isso funciona, vamos começar pela relação entre a política monetária e a famosa “Lei de oferta e demanda”.

Vamos considerar a moeda como um bem como outro qualquer. Se um bem tem a oferta aumentada, mantida a demanda constante, o preço cai. Do mesmo modo, se ele tem a oferta reduzida, mantida a demanda constante, o preço sobe. Agora, vamos pensar que os juros são o preço da moeda. Dessa forma, quando o Banco Central (BC) quer elevar os juros, ou seja, tornar o preço da moeda mais caro, o que ele faz? Tira moeda da economia. O modo de fazê-lo muda de BC para BC, mas o mecanismo é sempre o mesmo: para subir ou reduzir sua taxa básica (no Brasil, a Selic), ele aumenta ou diminui a quantidade de moeda na economia. Agora, vamos pensar não em um BC qualquer, mas no Fed, o BC americano. Quando ele está “apertando” a política monetária, subindo os juros nos EUA, na verdade, está tirando dólares – e não só dos mercados americanos, mas do mundo todo. Por esse motivo, o dólar fica mais caro para os outros países; isso significa que, tudo mais constante, todas as moedas vão se desvalorizar em relação à moeda americana. Dependendo da abertura da economia e da participação das importações em sua cesta de consumo interna, haverá mais ou menos impacto, mas em geral isso acaba acarretando inflação. Qual seria a forma de minimizar esse efeito? Encarecer sua própria moeda. Como isso pode ser feito? Reduzindo a oferta dela no mercado interno, ou seja, aumentando os juros. Por essa razão, a perspectiva de que o Fed demore mais tempo para começar a reduzir os juros muda também a expectativa de liquidez em dólar no mercado internacional nos próximos meses, fortalecendo a moeda americana e tornando mais custosa a redução dos juros em países como o Brasil. Obviamente, outras variáveis entram na história, como o prêmio de risco. Por isso, tudo o que foi dito acima tem impactos diferentes – sendo mais fortes em países mais pobres e, conseqüentemente, mais arriscados –, entretanto o conceito geral de como a política monetária americana afeta o resto do mundo começa com Giscard d’Estaing e acaba com o conceito simples, mas sempre útil do equilíbrio de oferta e demanda.

Uma vez que, por mais Policarpo Quaresma que sejamos, não dá para pensar a respeito da política monetária por aqui sem entender o que acontece nas terras do Tio Sam, vamos ver o que os dados divulgados nesta semana têm a nos dizer sobre os próximos passos do Fed. Para isso, é preciso “começar do começo”. Apesar de o objetivo final de qualquer BC ser controlar a inflação, ela só se torna realmente um problema quando se trata de uma economia aquecida<sup>1</sup>. Portanto, antes de falar da inflação em si, vamos ver como ficou o PIB do 1º trimestre nos EUA, divulgado na última quinta-feira (25/4).

O crescimento da economia americana nos primeiros três meses de 2024 ficou em 1,6%, uma perda de fôlego com relação aos 3,4% do 4º trimestre de 2023 e um resultado também abaixo do PIB potencial americano, calculado pelo Fed como algo em torno de 1,8%. Entretanto, como no caso de um lago, que tem águas calmas na superfície mas perigos nas profundezas, olhar o PIB do 1º trimestre apenas em seu resultado agregado pode trazer conclusões erradas. Boa parte dessa desaceleração veio do aumento nas importações e da redução dos estoques, que tiraram 1,2 p.p. de crescimento do PIB. Nenhum desses fatores pode ser considerado uma prova de fraqueza da economia. Por outro lado, o consumo subiu 2,5% – sim, uma desaceleração com relação aos 3,3% do final de 2023, mais ainda um número forte. Corroborando a ideia de que o número do PIB agregado pode ser enganoso, seu deflator implícito acelerou entre o final do ano passado e o início deste ano, passando de 1,6% para 3,1% – um resultado acima dos 3,0% esperados pelo mercado. Notícia pior ainda veio do núcleo do deflator implícito, que passou de 2,0% para 3,7%, bem superior aos 3,4% esperados pelo mercado. “Resumo da ópera”: a economia americana parece estar desacelerando muito lentamente, e a inflação trimestral se mostrou inconvenientemente alta. Mas, para tirar “a prova dos nove” de como de fato anda a inflação, temos que olhar o dado mensal do PCE, um produto do deflator implícito trimestral e o índice que o Fed acompanha para fins de política monetária.

Infelizmente, aqui também não temos boas notícias. O PCE de março ficou em 2,7%, acima tanto do esperado (2,6%) quanto do resultado de fevereiro (2,5%); é o segundo mês seguido em que isso acontece. Da mesma forma, o núcleo do PCE (2,8%) superou as expectativas (2,7%) e ficou estável com relação ao mês anterior. Mais uma vez, o destaque foram os serviços, que representaram nada menos que 98,7% de toda a inflação anual – situação parecida com o dado mensal, no qual esse grupo contribuiu com 0,16 p.p. para a inflação de 0,30%. No final, tudo acaba se interligando e gerando um círculo vicioso para a inflação americana. Um mercado de trabalho apertado aumenta os salários, que aumentam o consumo, que sustenta a inflação. Um nível de 2,7% para o PCE, quando a meta é 2,0%, não ajuda em nada a expectativa de corte de juros ainda neste ano nos EUA. A chance de isso acontecer está em 83%; esse número pode parecer muito, mas há apenas um mês, essa chance era de 99,3%.

Na próxima quarta-feira (1º/5), ocorrerá a reunião do FOMC, e teremos uma ideia melhor do que o Fed está pensando sobre esse cenário. Como não haverá revisão nas projeções de seus dirigentes, e o comunicado

<sup>1</sup> Obviamente, podemos ter o que chamamos de “estagflação”, que seria um processo inflacionário ao mesmo tempo que a economia está estagnada. Os EUA viveram esse cenário na virada da década de 1970 para a de 1980, e nós, entre 2015 e 2016, mas para que isso ocorra é preciso haver algum fator exógeno, como um choque do petróleo, no caso americano, e um choque de tarifas por aqui. Essa situação é o pesadelo de qualquer BC porque a política monetária pouco pode fazer, e este se torna um “passageiro da agonia”.

pós-reunião por lá é bem mais sucinto do que no Brasil, o foco total ficará para a entrevista do presidente Jerome Powell, concedida meia hora após a divulgação do resultado do encontro. E como fica a política monetária por aqui com essa perspectiva de o Fed manter o atual patamar dos juros por mais tempo do que o esperado?

A resposta passa por uma combinação do que vimos antes neste OCM, com o comentário feito pelo presidente do Banco Central do Brasil (BCB) em um evento da XP Investimentos, na semana passada, no qual retirou a promessa de manter o corte de juros no ritmo de 0,50 p.p. para reunião do Copom em maio (8/5): o BCB será mais conservador do que o anteriormente esperado. O dado do PCE divulgado nesta sexta-feira (26/4) era o último número de que precisávamos para decidir se manteríamos nossa projeção de que os juros no Brasil seriam reduzidos de 10,75% a.a. para 10,25% a.a. na próxima reunião do Copom, chegando a 9,00% a.a. ao fim de 2024. Como ele não foi portador de boas notícias, deixando o cenário mais incerto para o preço dos ativos daqui para a frente, mudamos nossa projeção para a reunião de maio: de um corte de 0,50 p.p., para um corte de 0,25 p.p. (Selic a 10,50% a.a.). Com isso, nossa projeção para a Selic no final do ano também mudou, passando de 9,00% a.a. para 9,25% a.a. Esse número ainda pode ser entendido como otimista, pois considera que há chance de que o Fed corte os juros em setembro. Caso essa expectativa esvaneça, a chance maior é de os juros no Brasil fecharem 2024 entre 9,50% a.a. e 10,00% a.a.

## Frase da Semana

*“Quando os fatos mudam, eu mudo minha opinião.”*

Frase atribuída a John Maynard Keynes

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,25
USDBRL	5,28	4,86	5,20
PIB (%)	3,00	2,90	2,10