



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **64**

19 DE JULHO DE 2024

Um cenário internacional mais
construtivo?

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.



Um cenário internacional mais construtivo?

A dinâmica da política monetária norte-americana foi abordada diversas vezes neste espaço, e hoje não será diferente – afinal, as decisões do Federal Reserve (Fed, o banco central dos Estados Unidos) costumam acarretar reprecificações nos ativos de risco do globo. À luz dos novos dados disponíveis, as perspectivas para a trajetória dos juros na maior economia do mundo vêm se alterando, portanto vamos utilizar a edição desta semana de “O Canário da Mina” para discorrer sobre como o cenário para a política monetária dos EUA mudou e o que podemos esperar daqui para a frente.

Antes de especular sobre futuro, vale recapitular o passado.

Em 2023, o Fed realizou o aperto monetário mais intenso desde a década de 1980, com o objetivo de combater uma inflação extremamente alta para o padrão dos Estados Unidos, consequência dos choques de oferta e demanda que ocorreram durante e após a pandemia da covid-19. A última elevação da taxa básica de juros aconteceu em julho do ano passado e, desde então, duas dúvidas permeiam a cabeça de grande parte dos investidores: a dose de restrição monetária será suficiente para levar a inflação de volta para a meta? E se sim, quando se iniciará o processo de redução dos juros?

Com relação à primeira pergunta – que inerentemente tem que ser respondida antes da segunda –, o que não faltou foram dúvidas, que acabaram gerando muita volatilidade nos mercados. De fato, logo após a autoridade monetária realizar a última alta de juros, era justamente essa a principal fonte de incerteza: se, na percepção do Fed, seria necessária uma dose adicional, ou se o patamar atingido seria suficientemente restritivo. Diante de progressos significativos na inflação – que saiu do pico de 9,1%, em junho de 2022, para 3,2%, em outubro de 2023 –, as declarações dos dirigentes da autoridade foram paulatinamente ficando mais otimistas no último trimestre de 2023. Esse cenário culminou no famoso pivô de Jerome Powell, presidente da instituição, na reunião do Fed de dezembro, quando ele deixou claro que uma retomada do ciclo de aperto monetário era pouco provável e que o próximo movimento seria, realmente, de queda dos juros.

Os mercados vibraram, nos últimos dois meses do ano passado, com essa sequência de notícias e chegaram a precificar – de forma exagerada – que o Fed faria 7 reduções de juros de 25 pontos-base ao longo de 2024, com primeiro corte ocorrendo já no final do primeiro trimestre do ano. Conforme esperado, esse contexto favoreceu o desempenho dos ativos de risco de mercados emergentes, como o Brasil. Somente para exemplificar, entre o final de outubro e o de dezembro, o dólar passou de R\$ 5,04 para R\$ 4,85 (ou seja, o real apreciou 3,7%), e o Ibov subiu impressionantes 18,6%.

O famoso ditado popular diz que, depois da tempestade, vem a bonança; e parecia que efetivamente era esse o script do filme. No entanto, quando tratamos de mercado financeiro, muitas vezes o otimismo exacerbado é

penalizado. Já no início de 2024, começaram a aparecer surpresas indesejadas: os dados de inflação passaram a surpreender para cima, e os números de atividade, especialmente do mercado de trabalho, não davam sinais de arrefecimento. Rapidamente a esperança com o início do processo de flexibilização monetária esvaeceu e, no final de abril de 2024, o mercado passou a precificar praticamente um único corte de juros nos Estados Unidos, no último trimestre do ano – uma mudança drástica de expectativa com relação àquela que vigorou no final de 2023. Além disso, novamente passou-se a questionar a potência da política monetária do Fed, o que nos leva de volta para a primeira dúvida supracitada. Evidentemente, toda essa dinâmica criou um ambiente mais desafiador para os ativos de risco das economias em desenvolvimento.

Entretanto, aos poucos o cenário foi desanuviando.

Nos meses subsequentes, os números passaram a sugerir tanto um quadro inflacionário mais benigno quanto um mercado de trabalho mais equilibrado (o que contribui para menores pressões salariais e, conseqüentemente, menos inflação). Ao mesmo tempo, o discurso dos dirigentes do Fed foi se tornando menos duro: a preocupação deixou de ser somente com a inflação e passou a incluir também uma eventual desaceleração indesejada da economia – a despeito da dúvida com relação ao grau de restrição da política monetária, a história nos ensina que, usualmente, a atividade econômica nos Estados Unidos tende a sofrer reveses quando os juros permanecem em patamar elevado por um período prolongado.

Parecia que, finalmente, a primeira dúvida estava sanada: o Fed não precisaria mais subir os juros. Nesse contexto, a atenção foi progressivamente migrando para a segunda indagação, sobre a data de início do processo de flexibilização monetária. Por conta da experiência anterior na passagem de 2023 para 2024 – que deixou claro que extrapolar o otimismo não é recomendável –, muitos no mercado ainda permaneciam céticos quanto ao ritmo de redução dos juros, inclusive com uma parcela não desprezível dos analistas acreditando que o Fed só faria o primeiro movimento no início do ano que vem. Mas tudo mudou com os números de junho.

O dado de junho para a inflação foi o terceiro consecutivo com uma dinâmica melhor – enquanto o mercado esperava uma alta mensal de 0,1% para o Consumer Price Inflation (CPI) de junho, o resultado efetivo foi uma deflação de 0,1%. Em conjunto com esse número, tivemos uma elevação inesperada da taxa de desemprego (de 4,0% para 4,1%) e indicações de que o mercado de trabalho passou a operar com o mesmo equilíbrio observado antes da pandemia. Diante dessas novas evidências, e considerando a preocupação externalizada pelos dirigentes do Fed com uma eventual perda de tração da economia, os analistas começaram a precificar mais fortemente a possibilidade de o Fed reduzir as taxas na reunião de setembro.

De fato, na segunda-feira (15/7), em evento no Clube Econômico de Washington, Powell deixou claro que os dados recentes colaboram para a confiança de que a flexibilização monetária deve acontecer em breve. Atualmente, o mercado atribui uma probabilidade de aproximadamente 90% para um corte de juros de 25 pontos-base na reunião de setembro do Fed – ou seja, parece que os analistas também encontraram uma resposta para a segunda pergunta.

Nesse sentido, podemos afirmar categoricamente que o Fed reduzirá os juros em setembro? Apesar de altamente provável, não é uma certeza, e os dirigentes vão evitar no momento cravar uma data. Powell deve ter aprendido com seus erros no final do ano passado, quando fez o pivô na comunicação de maneira prematura e gerou uma volatilidade desnecessária nos mercados; então, um sinal mais claro só deve ser emitido quando realmente houver maior confiança no processo desinflacionário e/ou na desaceleração da economia.

Acreditamos que o Simpósio de Política Econômica do Jackson Hole, que ocorrerá entre os dias 22 e 24 de agosto no Wyoming, seja o momento apropriado. Trata-se de um evento muito tradicional para o Fed, que costuma sediar mudanças no discurso da autoridade monetária. Até lá, o banco central terá à sua disposição a leitura de mais dois dados de inflação e um de mercado de trabalho. Se ambos vierem em linha, devem garantir a confiança suficiente para Powell cancelar o corte em setembro durante o evento. De todo modo, na próxima reunião do Fed, que ocorrerá no final deste mês, é provável que a autoridade já comece a preparar o terreno para o movimento.

Dito tudo isso, parece que realmente estamos caminhando para um ambiente internacional mais benigno para os mercados mundiais, principalmente das economias emergentes: a queda dos juros nos Estados Unidos deve contribuir para um redirecionamento da liquidez global para fora do país e para um enfraquecimento do dólar. Os ativos brasileiros, por exemplo, já responderam favoravelmente a esse novo pano de fundo mais construtivo; mas aqui a história é um pouco mais complexa, porque uma real descompressão do prêmio de risco ainda requer que o governo mostre maior disposição para resolver os problemas fiscais do país.

Existem ameaças para esse pano de fundo internacional mais positivo? Sem dúvida.

No curto prazo, destacamos o aumento expressivo que vem ocorrendo no custo dos fretes marítimos. Os ataques dos houthis, um grupo extremista do Iêmen, aos navios que passam pelo Mar Vermelho têm obrigado as embarcações a adotarem rotas mais longas e caras, gerando um efeito em cascata nas cadeias globais de transporte marítimo. Diversos hubs importantes, como Singapura, Austrália e Xangai, já estão sobrecarregados, em virtude da escassez de embarcações vis-à-vis à demanda existente.

De acordo com dados da Kiel Trade, o número diário de navios porta-contêineres que passam pelo Mar Vermelho caiu 70% com relação à média de 2023. Além disso, segundo a Drewry Supply Chain Advisors, o preço do frete marítimo sobe quase 300% na comparação anual. Mantidas as atuais circunstâncias por tempo suficiente, é possível que eventualmente esse aumento de custo seja repassado para o preço final dos produtos, com impacto altista sobre a inflação dos Estados Unidos e de outros países.

Além disso, uma eventual vitória de Donald Trump na eleição presidencial norte-americana deste ano é vista como inflacionária por grande parte dos agentes. Três argumentos corroboram essa leitura.

Em primeiro lugar, Trump é fortemente adepto do protecionismo econômico e já deixou claro em diversas circunstâncias que deseja tarifar grande parte dos produtos importados pelos Estados Unidos, com potenciais efeitos altistas sobre o preço desses itens. Ademais, Trump deve adotar uma política imigratória mais dura, restringindo consideravelmente a entrada de imigrantes no país. Esse grupo foi muito importante para garantir o reequilíbrio do mercado de trabalho norte-americano: mantido tudo constante, com uma menor oferta de trabalhadores, o preço do trabalho – o salário – tende a subir, com possíveis impactos sobre a inflação. Por fim, Trump é sabidamente a favor de uma redução nos encargos tributários das empresas, o que também pode pressionar a inflação, por se tratar de uma política fiscal expansionista.

Trump sofreu um atentado durante um comício do partido Republicano na Pensilvânia neste sábado, o que potencializou sua chance de vitória – qualquer semelhança com a eleição presidencial brasileira de 2018 é mera coincidência. De fato, tanto sua imagem foi fortalecida frente ao seu eleitorado (a resiliência de Trump versus a senilidade de Biden) quanto os ataques dos Democratas à sua pessoa foram enfraquecidos (como Trump é um risco para a democracia se a violência política vem de todos os lados agora?). Ou seja, apesar de as pesquisas realizadas logo após o atentado ainda sugerirem que a disputa está em aberto, podemos dizer que o risco Trump sobre a inflação também aumentou.

Em suma, a perspectiva de início do ciclo de flexibilização monetária nos Estados Unidos em setembro é positiva e deve contribuir para um ambiente mais benigno para os ativos de risco globais. No entanto, as incertezas ainda pairam no ar, portanto devemos tomar cuidado para não extrapolar demais nossas supostas convicções. Essa foi uma das principais lições que aprendemos ao longo deste último ciclo de política monetária do Fed.

Frase da Semana

“Experiência não é o que acontece com o homem, mas o que ele faz com o que lhe acontece.”

Aldous Huxley

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