G5 Partners

18 anos

CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 126

10 DE OUTUBRO DE 2025

Bússola sem norte

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.

Bússola sem norte

Na edição da semana passada de "O Canário da Mina" (OCM), discutimos o mercado de trabalho brasileiro e mostramos que, por diversas razões, ele vai tornar a vida do Banco Central do Brasil (BCB) mais complicada. Bem, hoje será a vez de focarmos o mercado de trabalho dos Estados Unidos, que também pode complicar ainda mais a vida do BC americano (Federal Reserve – Fed) – apesar de os motivos serem diferentes.

A primeira questão que podemos levantar é bem prosaica e pouco tem a ver com o mercado de trabalho em si: a paralisação do governo americano, ou *shutdown.*

Pode parecer estranho que o governo americano esteja com várias atividades paralisadas por não conseguir votar o orçamento do ano fiscal que começou em outubro, uma vez que tem maioria nas duas casas do Congresso. O detalhe é que a questão é o tamanho dessa maioria, dado que é necessária a anuência de 60% dos deputados e senadores para que o orçamento seja aprovado. Donald Trump tem essa maioria na Câmara, mas não no Senado – e é exatamente nessa casa que está o problema. São 100 senadores no total, e os republicanos precisam de 60 votos para aprovar o orçamento, mas só têm 53 cadeiras; por isso, precisam de 7 senadores democratas e/ou independentes para passar a matéria. Visto que até agora só conseguiram angariar a colaboração de 2 deles, as votações têm sempre acabado com o placar de 55 a 45, impedindo a aprovação do orçamento. Mas qual é o problema? Por aqui, o orçamento de 2026 só foi aprovado em abril, e o governo continuou funcionando. A diferença é que, enquanto no Brasil a lei determina que se o orçamento não for aprovado o governo pode usar 1/12 dos recursos previstos, nos EUA simplesmente não há recursos para atividades não essenciais, principalmente nas agências governamentais. Nesse ponto as nossas histórias se encontram.

Entre as agências que interromperam suas atividades está o Bureau of Labor Statistics (BLS) – que, como o nome sugere, é responsável por coletar e divulgar os dados de emprego e desemprego nos EUA. Mais especificamente, a Taxa de Desemprego, o Payroll – o CAGED americano – e as estatísticas de salário no mercado de trabalho. Também é responsável por coletar e divulgar os números de inflação, como o Consumer Price Index (CPI) – semelhante ao nosso IPCA –, mas esse não é ponto aqui; vamos focar o mercado de trabalho. Então, enquanto durar a paralisação do governo americano, não haverá dados oficiais do mercado de trabalho; isso significa que os analistas e o Fed têm que "se virar" com dados privados como os da ADP, uma empresa de programas para gerenciamento da folha de pagamento. O problema é que, nesse caso, os dados são parciais, e não uma foto fidedigna da real situação do mercado de trabalho americano. Portanto, a grande questão neste momento é: quanto tempo vai durar essa paralisação?

A mais longa da história (35 dias) – por coincidência, ou não – aconteceu durante o primeiro mandato de Donald Trump e só terminou com o recuo do presidente na questão do muro na fronteira com o México. Até esta sexta-feira (10/10), já chegamos a 10 dias, e agora dificilmente Trump terá o mesmo comportamento, o que indica uma paralisação longa. Segundo um site de apostas chamado Polymarket, muito acompanhado pelo mercado, há 71%

de chances de que o *shutdown* se estenda por 10 a 29 dias, e 21% acham que dura mais de 30 dias. Muito tempo para o mercado operar em "voo cego"[1].

Entretanto, esse é um problema, digamos, operacional para o mercado de trabalho; sem dúvida atrapalha, mas em algum momento vai se resolver. Sendo assim, um assunto mais interessante para abordarmos, por ser mais estrutural, é a questão da imigração – mais precisamente, como a redução desta tem influenciado a taxa de participação no mercado de trabalho americano.

No OCM da semana passada[2], vimos como os programas de transferência de renda do governo brasileiro afetam a taxa de participação no mercado de trabalho no Brasil. Entretanto, enquanto aqui existem indicações – as evidências são um pouco mais frágeis – de que o aumento dos benefícios do Bolsa Família, junto ao crescimento do número de beneficiários, pode ter reduzido a taxa de participação, nos EUA essa mesma análise é mais complicada. Sim, houve um comportamento semelhante à taxa de participação brasileira, com a força de trabalho nos pós-pandemia nunca voltando aos níveis anteriores a esse evento, mas as razões nos parecem mais difusas do que no caso brasileiro. Em números, a taxa de participação média de 2019 era de 63,1%; já no período pós-pandemia até abril de 2025, 62,5%. Mas por que são mais difusas? E por que paramos em abril de 2025?

Com relação à última pergunta, a resposta ficará clara mais à frente. Já com relação à primeira, dizemos que foram mais difusas porque não houve um evento marcante, como no caso brasileiro, com o aumento tanto do valor quanto do número de beneficiários dos programas de transferências de renda do governo no pós-pandemia. Uma hipótese que levantamos foi de que a poupança acumulada durante a pandemia pode ter feito com que muitos trabalhadores demorassem a voltar ao mercado de trabalho. Entretanto, não só não encontramos evidência disso nos números, como isso seria justificativa para uma redução temporária da taxa de participação, mas não uma permanente, como temos observado. Outra hipótese é a de que a pandemia teria acelerado a aposentadoria dos "baby boomers", geração do pós-guerra que teria entre 65 e 70 anos nessa época. Poderia ser uma boa hipótese, uma vez que a média das aposentadorias entre 2022 e 2023 foi de 112 mil, acima da média de 103 mil dos cinco anos antes da pandemia. Contudo, entre 2008 e 2013, foi registrada uma queda quase contínua na taxa de participação sem que houvesse um crescimento fora do comum das aposentadorias – com exceção de 2013, quando 138 mil se aposentaram. Ou seja, é uma boa hipótese, mas não conta a história inteira.

Mas, vamos agora responder por que optamos por parar nossa análise em abril de 2025 se, depois disso, tivemos mais quatro observações dessa variável. Basicamente porque, entre maio e agosto, começamos a notar uma queda não usual da taxa de participação, chegando a 62,3% em agosto, após atingir 62,2% em julho, saindo de 62,6% em abril. E ao contrário do período pós-pandemia, sobre o qual temos muitas hipóteses e poucas confirmações do que motivou a queda de participação, agora o "culpado" parece mais claro: a queda na mão de obra imigrante.

[1] https://polymarket.com/event/how-many-days-will-the-federal-government-be-shut-down-in-2025?tid=1760009635057
[2] Vide o "O Canário da Mina" 125: https://g5partners.com/wp-content/uploads/2025/10/OCM-125-Canario-da-mina-03out25.pdf.

Primeiro vamos aos fatos relacionados à imigração. Estima-se que, até o final do ano, mais 400 mil imigrantes terão sido deportados pelos EUA, fora os que deixaram os EUA voluntariamente, por medo do modo truculento que tem sido usado nas deportações. Além disso, o número de registro de interações pelo US Customs and Border Protection – são consideradas interações, apreensões do US Border Patrol e não admissões do Office of Field – caiu de uma média próxima a 240 mil por mês, entre outubro de 2021 e dezembro de 2024, para pouco mais de 26 mil, em agosto de 2025. Obviamente esses dados não representam o número de imigrantes ilegais que entram nos EUA, mas a redução das chamadas "interações" dá uma ideia da dimensão da diminuição da entrada de imigrantes ilegais nos EUA durante o governo de Donald Trump.

Sabendo que houve uma queda expressiva da imigração nos últimos meses e uma queda razoável da força de trabalho recentemente, vamos às consequências. Com a queda da imigração e a consequente redução da força de trabalho, usar dados de número de pessoas empregadas no mês, como no caso do Payroll, e fazer uma comparação ao longo do tempo perde sentido. Se existe menos gente para trabalhar, a tendência é que menos pessoas sejam empregadas liquidamente. Um exemplo disso é que o "Breakeven" da taxa de desemprego – que nada mais é do que o número de vagas criadas, segundo o Payroll, necessário para manter a taxa de desemprego estável – caiu de 167 mil, em março de 2024, para 93 mil, em agosto de 2025. Portanto, ao darem muito peso para o Payroll em vez da taxa de desemprego, tanto o mercado quanto o Fed podem estar superestimando a contração do mercado de trabalho, uma vez que a última está em 4,3% – apenas 0,1 p.p. acima da considerada de pleno emprego pelo próprio Fed.

O recado é que achamos que inclusive o Fed tem olhado para a variável errada ao inferir sobre a força do mercado de trabalho americano; e, se você usa o norte errado, sua bússola vai te levar para o lugar errado. Por isso, temos muito receio de o BC americano reduzir os juros com muita força e bem antes do necessário. Se estivermos corretos, as consequências serão vistas em 2026. Mas, por enquanto, a principal preocupação do Fed é saber quando o shutdown vai acabar; porque pior do que sua bússola indicar o norte errado é ela ficar sem ponteiro.

Frase da Semana

"Se você não sabe para onde ir, qualquer caminho serve."

Gato de Cheshire em *Alice no País das Maravilhas*

G5 Partners	2023	2024	2025	2026
IPCA (%)	4,62	4,83	4,80	4,30
SELIC F.P (%)	11,75	12,25	15,00	12,50
USDBRL	4,86	6,18	5,50	5,50
PIB (%)	2,90	3,40	2,20	2,10