



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 20

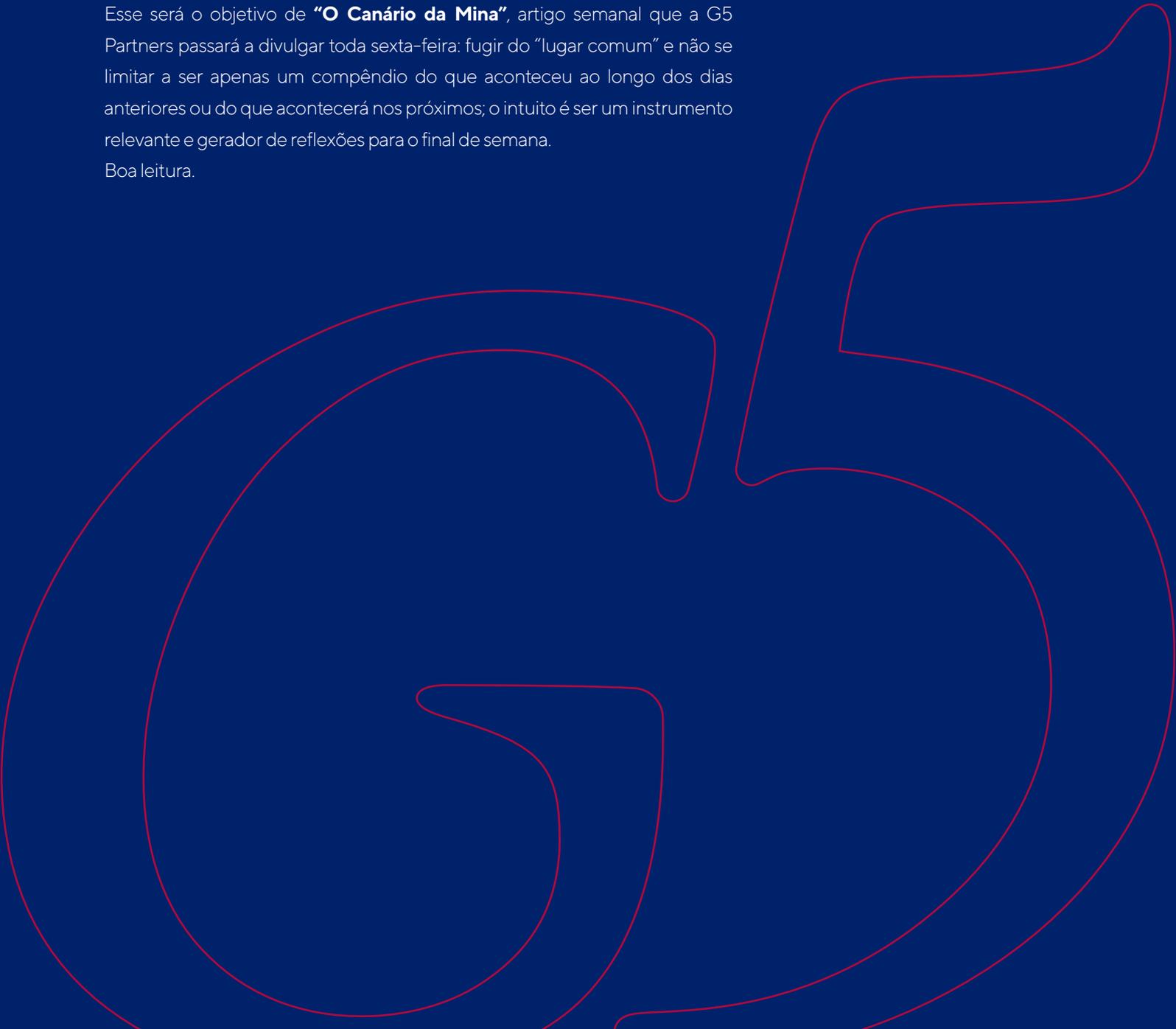
06 DE SETEMBRO DE 2023

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.





Na semana passada, houve a divulgação do produto interno bruto (PIB) brasileiro do segundo trimestre e, mais uma vez, o resultado surpreendeu positivamente. Então, aproveitando que teríamos mesmo que rever nossa projeção para o crescimento em 2023, vamos usar “O Canário da Mina” (OCM) de hoje para atualizar o cenário econômico da G5 Partners para o Brasil.

O PIB brasileiro cresceu 0,9% no segundo trimestre – bem acima, tanto de nossa projeção (0,3%) quanto do mercado (0,4%) – sendo esta a segunda surpresa com um crescimento trimestral, após o primeiro trimestre ter subido 1,8% (revisado de 1,9%), acima do 1,2% esperado. Entretanto, ao contrário do que aconteceu nos primeiros três meses do ano, quando o PIB agropecuário subiu 21,0%, a surpresa agora não foi concentrada em um setor apenas. O setor agropecuário, dessa vez, caiu, mas menos do que o esperado (0,9% contra 1,7%); o industrial surpreendeu para cima (0,9% contra 0,0%), puxado pela indústria extrativa (1,8%) e pela construção civil (0,7%); e os serviços vieram em linha com nossas projeções (alta de 0,6%). Essa uniformidade do resultado nos levou a alterar nossa projeção dos PIBs setoriais para o ano como um todo: o agropecuário passou de 12,5% para 13,5%; o industrial, de 0,7% para 1,2%; e o de serviços, de 2,2% para 2,6%. Juntando tudo, subimos nossa projeção para o PIB de 2023 de 2,5% para 3,0% e o de 2024, de 1,7% para 1,9%, ambos com viés de alta. Por quê? O resto de nosso cenário vai responder à pergunta.

Nossas projeções para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), tanto em 2023 quanto em 2024, não mudaram, permanecendo em 5,0% e 3,4%, respectivamente. Contudo, suas composições, sim. Pelo lado positivo (puxando a inflação para baixo), o crescimento mais fraco da China tem exportado deflação de custos para o mundo todo. Aqui no Brasil, podemos ver isso com a queda no Índice de Preços no Atacado (IPA) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) – que, nos últimos 12 meses, acumulou uma variação negativa de 11,50%. A consequência disso é que

a inflação do grupo dos Bens Industriais será mais baixa do que esperávamos. Por outro lado, entre o segundo semestre de 2023 e o primeiro de 2024 estaremos sob a influência do El Niño, o superaquecimento das águas do Pacífico. No Brasil, esse fenômeno causa chuvas acima do normal na região Sul, seca no Norte/Nordeste e um impacto indefinido no Sudeste e no Centro-Oeste. Segundo o National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), existe 50% mais chance de termos um El Niño moderado, como entre 2009 e 2010, do que um muito forte, como entre 2015 e 2016. Para se ter uma ideia do impacto que esse fenômeno pode ter no preço dos alimentos, entre outubro de 2022 e março de 2023, período sem nenhum efeito climático (podemos ter La Niña também), a média mensal do grupo Alimentação no Domicílio foi de 0,43%; entre 2009 e 2010, com El Niño moderado, 0,73%; e entre 2015 e 2016, com El Niño forte, 1,81%. Portanto, mesmo não sendo a versão mais forte do fenômeno, este já teria o condão de quase dobrar a média mensal dos alimentos no IPCA. Por isso, aumentamos nossa projeção para o final do ano para o grupo Alimentação no Domicílio, contrabalançando, com isso, a queda nos Bens Industriais, o que faz nossa projeção para o IPCA permanecer a mesma.

Esse cenário de desaceleração da inflação, apesar de fecharmos 2024 ainda acima da meta de 3,0%, deve permitir a manutenção do ritmo atual do corte dos juros, 0,50 p.p., até março do ano que vem, indo em 0,25 p.p. a partir de então até o final de 2024. Com isso, mantemos também nossas projeções para a Selic, tanto para 2023 (11,75% a.a.) quanto para 2024 (8,75% a.a.). A conjunção da redução dos juros no Brasil com a manutenção dos juros americanos em 5,25% a.a. durante boa parte do ano deverá pressionar o câmbio, com o dólar fechando 2023 em R\$ 5,00 e 2024, em R\$ 5,20.

Apesar de relativamente forte, a diminuição dos juros no segundo semestre deste ano não seria suficiente para alavancar, sozinha, o consumo. O mercado de crédito está em um círculo vicioso, no qual o comprometimento da renda do consumidor com o serviço da dívida em níveis recordes aumenta a inadimplência, tornando os juros bancários menos sensíveis à política monetária, o que mantém o comprometimento da renda elevado, aumentando a inadimplência, e assim por diante. Obviamente, em algum momento a queda acumulada seria tão forte que quebraria esse círculo, entretanto podemos ter um catalisador para isso ainda em 2023: o Desenrola.

O programa do governo federal, que entra em sua fase mais importante agora em setembro, espera “desnegativar” 30 milhões de CPFs, em um total de R\$ 50 bilhões em crédito. Se der certo, podemos chegar ao final do ano com os juros em queda e o consumidor não só com a carteira de crédito limpa, mas também com a confiança em alta. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da FGV chegou a 95,3 pontos em agosto, o patamar mais elevado desde fevereiro de 2019. Quando juntamos tudo isso, podemos esperar que as vendas de final de ano (Black Friday e Natal) sejam as melhores dos últimos anos. Daí nosso supracitado viés de alta para o crescimento do PIB, tanto para 2023 quanto para 2024.

Até aqui o cenário parece muito otimista, com juros em queda, inflação desacelerando, PIB surpreendendo para

cima e câmbio relativamente bem-comportado. Portanto, a pergunta que logo vem à mente é: o que pode dar errado?

Um candidato óbvio seria o cenário externo, onde há muitos “fios desencapados”, como o mercado imobiliário chinês, uma possível recessão nos Estados Unidos, além dos riscos geopolíticos sempre à espreita. Contudo, o principal problema que podemos ter pela frente talvez seja doméstico mesmo: a política fiscal. E aqui temos tanto o risco de fazer pouco quanto o de fazer muito. O primeiro caso é mais intuitivo. A meta de zerar o déficit primário em 2024 – que deve fechar 2023 em 0,8% do PIB – demandará um aumento de R\$ 168 bilhões em arrecadação extra, como explicitado no Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA). Para chegar a esse valor, o governo necessita da boa vontade do Congresso para aprovar várias medidas, como o fim dos Juros sobre Capital Próprio (JCP), a taxaço de fundos exclusivos e a taxaço de fundos *offshore*. Nos dois últimos casos, não basta aprovar a tributação daqui para frente; também deve ser levado em consideração o estoque para dar certo. Além disso, é preciso praticamente transformar o Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) em um órgão arrecadatório, apesar das negativas (não muito convincentes) de seu presidente, Carlos Higino, em entrevista ao jornal *Valor Econômico* em 5 de setembro. Ou seja, a chance de algo, ou tudo, dar errado não pode ser considerada desprezível. Como consequência, o governo teria que, em algum momento do primeiro semestre de 2024, fazer um contingenciamento de algumas dezenas de bilhões de reais. Qual é a chance, por exemplo, de o presidente Lula cortar um pedaço do PAC para cumprir a meta? Nesse momento, parece baixa. Como na lei que criou o arcabouço fiscal esse corte de despesas é obrigatório, caso fique claro que a meta não será cumprida, a única solução será rever a meta.

Mas sempre existe o risco também de o governo fazer muito. O que isso quer dizer? Seria a situação em que, vendo que as medidas enviadas ao Congresso não estão sendo aprovadas, ou, se aprovadas, de forma muito diluída, o governo, como se diz na gíria do futebol, começaria a “abrir sua caixa de ferramentas”, tomando medidas, digamos, heterodoxas. Dentre elas, podemos citar a retirada de alguns gastos do resultado primário para fins de cumprimento da meta, ou a antecipação dos royalties do pré-sal, como recentemente veiculado nos órgãos de imprensa. Ambos com um quê de *deja vú*.

Certamente, nenhuma das opções listadas acima seria bem aceita pelo mercado. As principais consequências seriam uma desvalorização maior do real em relação ao dólar, impactando a inflação e reduzindo o espaço para a diminuição dos juros e o potencial de crescimento do PIB. Esse seria um cenário particularmente desafiador, com o governo cada vez mais semelhante ao de Dilma Rousseff em um ano que será o último de Roberto Campos como presidente do BCB.

Mais uma vez, há um cenário bastante positivo para a economia brasileira, mas também vários riscos de que escolhas erradas façam o Brasil cumprir a “maldição de Roberto Campos (o avô)”: “O Brasil não perde uma oportunidade de perder oportunidades”. A conferir.

Frase da Semana

“O destino é o acaso atacado de mania de grandeza.”

Mário Quintana

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	8,75
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	3,00	1,90