



CARTA SEMANAL

O Canário
da Mina **54**

10 DE MAIO DE 2024

O BC e o mar de lama

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.



O BC e o mar de lama

Na sequência da trilogia da política monetária, após falarmos da importância das decisões do banco central (BC) americano para os ativos mundiais e discutirmos a reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) – o Comitê de Política Monetária (Copom) americano –, chegou a hora de finalizar esse assunto com a análise da reunião de política monetária do Banco Central do Brasil (BCB), que ocorreu na última quarta-feira (8/5). Entretanto, como não podemos ficar indiferentes à tragédia que assola o Rio Grande do Sul, vamos usar a edição de hoje de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir também os possíveis impactos desse evento climático extremo sobre as variáveis econômicas brasileiras.

Certamente, desde a reunião de agosto do ano passado (2/8), não tínhamos uma decisão do Copom tão incerta. E não era apenas sobre a taxa que seria decidida (10,25% a.a. ou 10,50% a.a.), mas também sobre qual seria o placar da decisão, independentemente do corte implementado, e as indicações do Copom para as próximas reuniões. Uma pesquisa do jornal *Valor Econômico* mostrou que de 118 participantes, 78 acreditavam que o corte seria de 0,25 p.p. e 40 de que seria de 0,50 p.p. Outra pesquisa, dessa vez do Broadcast, apresentou números semelhantes: 25 para 0,25 p.p. e 20 para 0,50 p.p. Já a curva de juros precificava uma chance de 90% para corte de 0,25 p.p. e 10% para corte de 0,50 p.p. Esse preâmbulo serviu para mostrar que, ao contrário das reuniões anteriores, quando um corte de 0,50 p.p. era considerado como dado, agora as incertezas dominavam o cenário.

No fim o Copom decidiu cortar os juros em 0,25 p.p. (de 10,75% a.a. para 10,50% a.a.), que, pelo que foi visto acima, era a aposta dominante. Entretanto, o que talvez não “estivesse no preço” era que essa decisão fosse tão dividida, com Roberto Campos Neto, Diogo Guillen, Otávio Ribeiro Damaso, Renato Dias de Brito Gomes e Carolina de Assis Barros votando por um corte de 0,25 p.p. e Gabriel Galipolo, Paulo Picchetti, Ailton de Aquino Santos e Rodrigo Alves Teixeira por uma redução de 0,50 p.p. Talvez em condições normais essa divisão não fosse muito emblemática, uma vez que não é a primeira vez que isso ocorre e, provavelmente, não será a última, só que, nesse momento, causou um grande impacto no mercado por duas razões. A primeira é que o mandato de Roberto Campos se encerrará no final de 2024 e a segunda, derivada da primeira, é que os quatro que votaram por um corte maior foram indicados pelo presidente Lula. O resultado disso é que, no raciocínio linear do mercado, como estes serão maioria a partir do início de 2025, o Copom será mais dovish a partir de então.

Do comunicado pouco podemos inferir sobre os motivos que levaram a essa dissidência, principalmente porque este teve um tom muito duro, mais adequado ao corte de 0,25 p.p. do que ao de 0,50 p.p. Causa mais estranheza ainda o fato de uma das passagens mais duras ter sido marcada como unânime: “O Comitê, **unanimemente**, avalia que o cenário global incerto e o cenário doméstico marcado por resiliência na atividade e expectativas desancoradas demandam maior cautela. Ressalta, ademais, que a política monetária deve se manter contracionista até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas” (grifo nosso). Provavelmente estariam falando mais do futuro do que do

presente, mas, de qualquer maneira, foi um exemplo de um comunicado que trouxe mais dúvidas do que certezas. Daí a importância da leitura da ata a ser divulgada na próxima terça-feira (14/5), na qual essas questões poderão ser mais bem abordadas.

Uma das questões que poderá ser respondida na ata é se a tragédia que atingiu o estado do Rio Grande do Sul teve alguma influência sobre a decisão do Copom desta quarta-feira. A resposta provavelmente será não, até porque é um evento muito recente e que ainda não teve todos os seus desdobramentos encerrados. Por outro lado, com certeza foi discutido, pois vai ter efeitos em diversas variáveis importantes para a política monetária, como inflação, política fiscal e atividade. Até por isso, vale a pena fazer algumas considerações sobre o que achamos que vai acontecer com cada uma dessas variáveis e o impacto delas sobre as decisões futuras do Copom.

Começando pela inflação, vários bens poderão ser afetados pelas enchentes. Itens que vão desde a carne bovina até as frutas e os legumes. No entanto, um se destaca: o arroz. O Rio Grande do Sul é responsável por 70% da produção nacional do produto em um mercado que é extremamente “justo”, com a produção nacional ao redor de 10,8 milhões de toneladas e consumo em 10,5 milhões de toneladas, segundo a Companhia Nacional de Abastecimento (Conab). Mais de 80% da safra já havia sido colhida quando do início das inundações, e apenas 30% do restante estavam em áreas alagadas, ou seja, dava para estimar a quebra em algo próximo de 5% da safra nacional. Só que temos dois problemas aqui. O primeiro é que não sabemos como o produto colhido está armazenado, o que pode fazer com que sua perda seja bem maior do que esses 5%. Além disso, há 62 estradas gaúchas com bloqueios totais ou parciais, de modo que existe uma grande dificuldade de escoar esse e outros produtos. Portanto, teremos sim impactos inflacionários no curto prazo que, segundo nossos cálculos, poderão aumentar o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) em algo próximo de 0,2 p.p. entre maio e junho. Notem que restringimos o impacto a dois meses. Pode ser mais, mas o mais importante é que estamos diante de um claro choque de oferta e, como tal, será dissipado quando a oferta se normalizar, seja através de recuperação das áreas afetadas, substituição de ofertantes, ou mesmo importação. Por isso, esse aumento de inflação temporário não deveria suscitar reação de política monetária. Mas será que podemos falar o mesmo dos gastos do governo para ajudar o Rio Grande do Sul, liberados pelo Projeto de Decreto Legislativo (PDL)? Para responder a essa pergunta, vamos analisar os gastos fiscais em conjunto com a questão da atividade econômica.

Certamente se alguém afirmasse, em condições normais, que o governo iria gastar R\$ 10 bilhões fora das metas do arcabouço fiscal, diríamos que a reação do mercado seria péssima, todas as amarras fiscais teriam caído por terra, e seria quase certo que o BCB interromperia o processo de redução dos juros muito antes do esperado. Entretanto, estamos muito longe de uma situação normal.

Para tentar entender como a economia do Rio Grande do Sul será afetada por um evento climático de que não se tem notícia na história contemporânea brasileira, recorremos a um acontecimento de magnitude parecida

registrado nos Estados Unidos em 2005. Naquela temporada de furacões, houve duas das maiores tempestades da história americana: os furacões Katrina e Rita. Para se ter uma ideia do impacto, principalmente nos estados da Louisiana e do Mississippi, morreram aproximadamente 2 mil pessoas, algo próximo de 1 milhão de pessoas foram deslocadas de suas casas, 30 plataformas de petróleo foram destruídas e 9 refinarias permaneceram paralisadas por mais de 6 meses. Ou seja, uma tragédia comparável, apesar de mais impactante. Portanto, analisando o que ocorreu com a economia americana após esse evento, podemos ter um parâmetro para estimar o efeito das enchentes no Rio Grande do Sul sobre o PIB brasileiro em 2024.

Para fazer isso, vamos usar um estudo do US Department of Commerce feito em 2006¹ que estimava o impacto desses furacões sobre a economia americana fazendo uma comparação da trajetória do PIB com e sem esse evento climático. Fazendo todas as contas para o Brasil, considerando que calculamos os resultados trimestrais do PIB de forma não anualizada e que a participação da Louisiana e do Mississippi na economia americana é em torno de quatro vezes menor que a do Rio Grande do Sul na economia brasileira, concluímos que o impacto negativo no PIB do 2º trimestre de 2024 deve ser de algo ao redor de 10,5 p.p. no do estado, e de 0,7 p.p. no do Brasil. No 3º trimestre, ainda haverá um impacto de residual negativo de aproximadamente 7,5 p.p. no estado e de 0,5 p.p. no do Brasil, mas, a partir do 4º trimestre, com os esforços de recuperação, o PIB gaúcho seria impactado positivamente em 7,5 p.p. e o brasileiro, em 0,5 p.p. Juntando tudo, podemos estimar uma perda de 0,3 p.p. no PIB do Brasil em 2024. Considerando nossa projeção de crescimento de 2,1%, se tudo ocorresse como estimado acima, ela seria reduzida para 1,8%. Mas vale a pena fazer duas ressalvas. A primeira é que os furacões nos EUA em 2005 e a enchente no Rio Grande do Sul em 2024 são eventos similares, mas não iguais, de modo que todos os números calculados aqui devem ser vistos mais como uma ideia do que como uma projeção, até porque ainda não temos nenhum número de atividade para nos basear. A segunda é que, sem um esforço de reconstrução, ficaremos apenas com o impacto negativo dos números acima. Daí a importância da ajuda governamental e por que, nessa situação, a liberação de créditos extraordinários não deveria ser vista como impulso à demanda, mas sim apenas como o preenchimento de um “buraco” nela.

Contudo, obviamente existem “créditos extraordinários” e “créditos extraordinários”. Como só acontece no Brasil, a classe política pode aproveitar a situação para multiplicar os gastos e os programas temporários (sempre permanentes) de ajuda. Por isso, vamos recorrer novamente ao exemplo americano de 2005 para encontrar um parâmetro referente ao montante necessário para uma reconstrução rápida das áreas atingidas, como a ocorrida nos EUA. A resposta é surpreendente e preocupante. O governo de George W. Bush usou o equivalente a 0,8% do PIB americano nesse trabalho. Trazendo esse percentual para o PIB brasileiro em 2023, teríamos que esse crédito extraordinário deveria ser de algo próximo de R\$ 85 bilhões, muito acima dos R\$ 10 bilhões especulados atualmente. Talvez o incremento de 0,8 p.p. em uma dívida bruta que já se aproxima de 76% do PIB seja exagerado e, por isso, o gasto seja menor e, conseqüentemente, a recuperação mais lenta do que a vista nos EUA entre 2005 e 2006.

¹ <https://www.commerce.gov/sites/default/files/migrated/reports/oct2006.pdf>

As conclusões são de que o BCB tem muito a explicar sobre o porquê de uma divisão tão intensa na última reunião do Copom, mas que, por enquanto, não vemos motivos para mudar nossa projeção de um corte de 0,25 p.p. na reunião de junho (18/6), nem de uma Selic de 9,25% a.a. no final de 2024, condicionada ao início do afrouxamento monetário nos EUA a partir de setembro. Nesse sentido, a tragédia que atinge o Rio Grande do Sul, apesar de ser monitorada, não deve ser um motivo para alterações na trajetória de política monetária no Brasil. A inflação será um choque de oferta que deverá ser dissipado com a melhora da situação no Sul e/ou medidas governamentais, e o que for gasto na recuperação da região não deverá ser visto como uma expansão fiscal, mas como uma forma de minimizar os danos.

Frase da Semana

: “A capacidade de reunir os povos em tempos de crise, mesmo ‘tendo apenas prometido sangue suor e lágrimas’, é o que distingue um estadista de um simples político.”

Miguel Souza Tavares

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