



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **55**

17 DE MAIO DE 2024

Um *Pot-pourri* de notícias

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 *Pot-pourri* de notícias

Normalmente escolhemos um tema que achamos relevante e discorremos sobre ele ao longo de cada edição de “O Canário da Mina” (OCM), evitando atuar apenas como um difusor de notícias. Entretanto, nesta semana tantos assuntos impactaram e/ou vão impactar os ativos e as variáveis econômicas, que decidimos fazer deste OCM um “*pot-pourri*” de análises.

Vamos começar pela tragédia no Rio Grande do Sul, que infelizmente vai nos acompanhar durante muito tempo. No OCM da semana passada, fizemos alguns cálculos referentes aos impactos econômico e fiscal, usando como exemplo o furacão Katrina em 2005. Desta vez vamos voltar ao tema, mas usando um novo enfoque: a análise por setores.

Para começar esse estudo, temos que observar o impacto da economia gaúcha – não só no PIB brasileiro em geral, mas também em setores. O Rio Grande do Sul representa 6,5% da economia brasileira, entretanto seu setor agropecuário corresponde a 12,7% do PIB agropecuário nacional, ficando atrás somente do Mato Grosso (13,5%). Desse total, 77% da produção vêm do setor agrícola e 19% da pecuária. Os principais produtos são arroz (70,7% da produção nacional), trigo (45,0% da produção nacional) e soja em grão (14,9% da produção nacional). Feito esse levantamento, o próximo passo seria ver a situação da colheita dos produtos. O arroz já tinha 83% da safra colhida; a soja, 75,0%; e o trigo, zero, uma vez que o plantio é feito agora para ser colhido ao longo do segundo semestre. A partir daí, fizemos hipóteses discricionárias sobre a perda provocada pelo impacto da chuva sobre as condições de armazenamento, assim como sobre o restante da colheita. A conclusão é que o impacto sobre o PIB agropecuário seria de 3,6 p.p. e, sobre o PIB total, de 0,2 p.p.

No caso dos setores industriais e de serviços, os pesos do Rio Grande do Sul no PIB nacional são menos da metade daquele do setor agropecuário: 6,1% e 6,0%, respectivamente. Nesse caso, também tivemos que fazer hipóteses a respeito do tamanho das perdas nessas atividades e das respectivas recuperações até o final do ano. No final, estimamos que o impacto negativo no PIB industrial brasileiro seria de 0,5 p.p. e, no geral, de 0,1 p.p. Já para o PIB de serviços, o impacto negativo seria de 0,1 p.p., mesmo valor para o PIB total.

Portanto, juntando essas quedas setoriais, chegamos a uma estimativa de perda do PIB brasileiro em 2024, por conta da tragédia no Rio Grande do Sul, de algo ao redor 0,4 p.p. Um resultado muito próximo daquele a que chegamos no OCM da semana passada, usando a abordagem da comparação com o impacto do furacão Katrina no PIB americano em 2005.

Os problemas do Rio Grande do Sul e seus impactos sobre a inflação, o crescimento e a política fiscal foram apenas citados na ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) – *“A tragédia no Rio Grande do Sul, além dos seus impactos humanitários, também terá desdobramentos econômicos e o Comitê seguirá acompanhando”* –,

até porque o Banco Central do Brasil (BCB) não pode se pautar por estimativas preliminares como a que fizemos aqui. Além disso, não era realmente esse tema que atraía a curiosidade do mercado, mas sim qual seria a justificativa para o voto dos quatro diretores indicados por Lula para reduzir os juros em 0,50 p.p., em vez de acompanhar a maioria, indicada por Jair Bolsonaro, e votar pela redução de 0,25 p.p.

Aparentemente, o mal-estar gerado por essa decisão dividida foi desfeito com a explicação de que a divergência ficou na forma, e não no conteúdo. Isso fica claro nesta passagem da ata: *“Os membros do Comitê que votaram pela redução de 0,50 ponto percentual na taxa Selic também compartilharam da percepção de aumento das incertezas internas e externas entre as reuniões de março e maio, aqui já discutidas. Compartilham ainda do firme compromisso com o objetivo fundamental de atingimento da meta e de reancoragem das expectativas. O debate proposto por tais membros foi sobre o custo de oportunidade de não seguir o guidance vis-à-vis a mudança de cenário no período. Como em debates ocorridos em outras reuniões, tais membros discutiram se o cenário prospectivo divergiu significativamente do que era esperado a ponto de valer o custo reputacional de não seguir o guidance, o que poderia levar a uma redução do poder das comunicações formais do Comitê. Para tais membros, julgou-se apropriado, tal como em reuniões anteriores, seguir o guidance, mas reafirmando o firme compromisso com a meta e com a requerida taxa de juros terminal para que o objetivo precípua do Comitê de convergência da inflação para a meta seja alcançado”*. Ou seja, os diretores que votaram por um corte maior também viram uma piora do cenário desde a reunião de março, só acharam que não seria suficiente para compensar a perda de credibilidade da comunicação do BCB que viria com o rompimento da promessa, feita na reunião anterior, de manter o corte no ritmo de 0,50 p.p. na reunião de maio. Contudo, se eles concordam quanto ao conteúdo, temos um “problema”. O tom da ata foi ainda mais duro do que o do comunicado, e os diretores reafirmaram o compromisso firme de trazer não apenas a inflação para a meta, mas também as expectativas de inflação: *“Ressaltaram, ademais, que a política monetária deve se manter contracionista e a taxa de juros terminal será aquela que consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas de inflação em torno das metas. Por fim, todos corroboraram o entendimento de que a extensão e a adequação de ajustes futuros na taxa de juros serão ditadas pelo firme compromisso de convergência da inflação à meta”*. O “problema” aqui é que as expectativas de inflação não estão desancoradas porque o mercado acha a atual política monetária “frouxa”, mas porque tem dúvidas sobre o que vai acontecer a partir de janeiro de 2025, quando haverá sete diretores indicados por Lula, e apenas dois da diretoria original indicada por Bolsonaro. Portanto, não haveria o que a política monetária atual pudesse fazer para reancorar as expectativas.

Em outra parte da ata, o Copom indica que os juros poderão ficar acima do projetado pelo mercado: *“O Comitê iniciou seu debate analisando as dimensões objetivas que norteiam as decisões no regime de metas para a inflação. Em primeiro lugar, apesar de uma elevação da trajetória de juros advinda da pesquisa Focus, utilizada no cenário de referência, observou-se elevação na projeção de inflação para o horizonte relevante de política monetária”*. Levada ao “pé da letra”, essa parte do documento indica que a trajetória de juros do Focus, onde a Selic

fecha 2024 em 9,75% a.a., não seria suficiente, segundo seus modelos, para trazer a inflação para meta até o final de 2025, o “horizonte relevante de política monetária”. Ou seja, os juros teriam que fechar o ano acima desse valor. Aqui os dois “problemas” se juntam em um dilema “kafkiano”. Um dos motivos de o modelo do BCB não convergir para a meta de 3,00%, mesmo com a Selic fechando 2024 a 9,75% a.a., é o fato de as expectativas estarem desancoradas, e elas estão assim não porque os juros vão ficar abaixo de 9,75% a.a., mas porque o mercado teme que um BCB, com maioria de diretores, incluindo o presidente, indicados por Lula, seja leniente com a inflação. Qual é a solução? Não há solução. Até porque estamos frente a frente com um claro “Dilema da prova do pudim”: só saberemos se o pudim é bom ou não depois de prová-lo.

Porém, se a ata aumentou a chance de o BCB parar de reduzir os juros antes do esperado por aqui, o dado de inflação nos EUA reavivou a esperança de o BC americano iniciar o corte de juros já na reunião de setembro. O Índice de Preços ao Consumidor (CPI) apresentou alta de 0,3% em abril, número melhor do que o 0,4% esperado, mas insuficiente para fazer a inflação americana convergir para a meta de 2,0%. De todo modo, após dois meses de surpresas negativas, um número mais interessante que o esperado sem dúvida ajuda a melhorar o humor do mercado. Tanto que, no dia do CPI (4ª feira), o índice S&P da bolsa americana subiu 1,17%; o DXY, índice que mede a força do dólar contra uma cesta de moedas, caiu 0,64%; e a taxa de juros do título de 10 anos do Tesouro americano caiu 0,10 p.p., passando de 4,44% a.a. para 4,34% a.a. Não é a “bala de prata” para a redução dos juros, mas, quando o juntamos com dados de atividade mais fracos, divulgados recentemente, começamos a ver a reunião de setembro cada vez mais como uma possibilidade.

Entretanto, o mercado brasileiro, mais uma vez, não acompanhou a melhora do humor externo e, de novo, como consequência da ingerência do governo na Petrobras. Apesar de ser uma empresa de capital misto, entra governo, sai governo, ela continua a ser tratada como uma empresa estatal; sendo assim, deveria operar de acordo com as diretrizes do governo de plantão. Após perder R\$ 55 bilhões de valor de mercado em apenas um dia, como reflexo da discussão infrutífera sobre o pagamento ou não dos dividendos extraordinários em março, ela voltou a ficar na berlinda, perdendo desta vez R\$ 34 bilhões de seu valor de mercado, por conta de uma nova mudança em sua presidência, a sexta desde 2019. Sai Jean Paul Prates, entra Magda Chambriard, uma funcionária de carreira da Petrobras que foi presidente da Agência Nacional de Petróleo (ANP) durante o governo de Dilma Rousseff, o que causa ainda mais desconforto ao mercado.

Como saldo desta semana intensa, tivemos que os impactos da tragédia no Rio Grande do Sul ainda estão por serem calculados, mas por duas formas diferentes de cálculo chegamos a resultados parecidos. Como isso vai afetar a política monetária, ninguém sabe, nem o próprio BCB, tanto que tratou desse assunto na ata de maneira muito superficial. Muito mais profunda foi a discussão sobre a desancoragem das expectativas de inflação, assunto que pode ser a chave para que o Copom interrompa a queda dos juros antes do esperado. Não devia, mas como ele parece resoluto nessa linha de raciocínio, aumentamos nossa projeção para a Selic de 2024 de 9,25% a.a. para 9,75%

a.a. Enquanto isso, o resultado de inflação divulgado nos EUA nesta semana pode abrir espaço para um corte de juros em setembro nos Estados Unidos, o que, apesar do discurso “oficial” do BCB de que não há relação mecânica entre a política monetária de lá e a daqui, certamente pode ajudar o Copom a manejar os juros no Brasil. O que não ajuda é a postura intervencionista do governo, e a Petrobras parece ser o exemplo mais vívido.

Frase da Semana

“A gente pensa que vai vir o inevitável, e ocorre o inesperado.”

Fernando Henrique Cardoso

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