



CARTA SEMANAL

O Canário  
da Mina **83**

29 DE NOVEMBRO DE 2024

Quem planta vento,  
colhe tempestade

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.



## Quem planta vento, colhe tempestade

Depois de muito mistério e vários adiamentos e vazamentos à imprensa, eis que foi divulgado o tão esperado pacote fiscal... e o dólar chegou ao seu maior patamar desde o início do Plano Real. Portanto, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir o porquê de esse anúncio ter sido tão mal recebido e as consequências disso para os ativos brasileiros e para nossas projeções.

Na Idade Média, nos primórdios da química, tínhamos os alquimistas que, através da manipulação de materiais químicos e da observação da natureza, tentavam transmutar metais inferiores em ouro. Mas o que isso tem a ver com a divulgação do pacote fiscal? A questão é que, como alquimista ao contrário, o governo conseguiu transformar um metal precioso – certamente não ouro, mas talvez prata – em algo inferior, misturando as esperadas medidas para reduzir e racionalizar os gastos com a extemporânea isenção do Imposto de Renda (IR) para quem ganha até R\$ 5 mil. Por que ele fez isso?

O motivo principal parece ser “passar o pano” na avaliação do governo, “camuflando” uma medida impopular (a mudança da forma de reajuste do salário mínimo) anunciando uma popular (a isenção de IR para quem ganha até R\$ 5 mil). O problema é que ele misturou, como diriam os antigos, “alhos com bugalhos”. O alívio tributário faria parte de uma Reforma do IR, que já estava programada para 2025, não tendo nenhuma relação com o pacote fiscal, tão aguardado pelo mercado e tão prometido pelo governo. Com isso, um conjunto de medidas que poderia ter um impacto positivo sobre os ativos, principalmente em um dia em que o dólar caía quase 1,0% no mercado internacional, acabou rendendo manchetes ruins para o governo, exatamente algo que ele queria evitar. Pior: o próprio ministro da Fazenda, Fernando Haddad, admitiu que a questão da isenção só será discutida mesmo em 2025, para valer a partir de 2026. Coisa de maluco.

Mas vamos às medidas, começando pela que não vai acontecer, mas está afligindo muita gente – a questão tributária.

A isenção do IR até R\$ 5 mil seria compensada pela imposição de uma alíquota de 10% sobre quem tem rendimentos mensais acima de R\$ 50 mil. Como quem tem carteira assinada e recebe acima desse valor já paga mais que isso, eles querem na verdade tributar aqueles que recebem renda não tributável, como lucros e dividendos. Apesar de não ter sido anunciado, especulou-se nos jornais que quem tivesse uma renda anual entre R\$ 600 mil e R\$ 1,2 milhão teria uma alíquota escalonada até chegar a 10% para valores acima do teto. E essa renda se refere a todos os ganhos não tributáveis, o que a princípio poderia incluir também os ganhos provenientes de ativos isentos.

Logo de cara, podemos identificar dois problemas. O primeiro: se a ideia é tributar a distribuição de lucros e dividendos, cadê a tão propalada compensação pela redução da alíquota do Imposto de Renda de PJ (IRPJ)

prometida para reforma da renda, a qual seria discutida no Congresso em 2025? Se as duas não vierem juntas, a tão mencionada neutralidade tributária vai para as “cucuias”, uma vez que haveria bitributação.

Um segundo problema seria com relação aos ganhos de renda oriundos de ativos isentos, como LCAs, LCIs e Debêntures incentivadas. Elas vão perder a isenção? Do jeito que foi exposto até agora, haveria uma tributação indireta, pois tudo seria “colocado no mesmo saco” e tributado em conjunto. Mais uma resposta que só saberemos quando o texto da reforma for divulgado.

A conclusão referente à parte do anúncio do pacote, que não tem nada a ver com o pacote, é que não podemos chegar à conclusão nenhuma. E o motivo é que a divulgação da isenção do IR para quem ganha até R\$ 5 mil não foi estruturada para ser algo quantificável, mas uma jogada de marketing do governo para “não queimar o filme”. Um tiro que saiu pela culatra. Portanto, não devemos nos preocupar muito com isso neste momento. Muita água vai passar por essa ponte quando a reforma do IR for realmente discutida no Congresso. E o pacote fiscal propriamente dito? É bom?

Infelizmente não. Podemos dizer que algumas medidas gerarão avanços institucionais no orçamento, outras melhorarão o gerenciamento das despesas, mas poucas realmente ajustarão as contas públicas. Vamos por partes.

Começando pela mais emblemática e que acabou provocando essa operação mambembe do governo, a regra de reajuste do salário mínimo acabou sendo ligeiramente alterada. Falamos “ligeiramente” porque discussões mais profundas, como mudar o indexador real do reajuste, do PIB de 2 anos antes para uma medida mais próxima de um crescimento da produtividade, como o PIB per capita, foram esquecidas. No fim, o governo colocou o crescimento real do salário mínimo dentro das regras do Arcabouço. Ou seja, este deve permanecer dentro do intervalo de 0,6% a 2,5%. Certamente teremos um ganho no curto prazo, dado que o crescimento de 2023 foi de 2,9%, que seria o ganho real do salário mínimo para o ano que vem, mas que agora fica limitado a 2,5%. Numericamente isso daria R\$ 2,2 bilhões. Para 2026 o ganho é maior, R\$ 9,7 bilhões, uma vez que a base seria menor e o crescimento de 2024 deverá estar acima de 3,0%.

Outras medidas que acarretarão ganhos fiscais concretos são: mudanças nas aposentadorias e pensões dos militares (R\$ 2 bi acumulados em 2025 e 2026); vedação do crescimento real das emendas impositivas (R\$ 6,7 bi em 2025 e R\$ 7,7 bi em 2026); autorização para ajuste orçamentário em cerca de R\$ 18 bilhões em subsídios e subvenções (R\$ 1,8 bi em 2025 e R\$ 1,9 bi em 2026); provimentos e criação de cargos (R\$ 1,0 bi tanto em 2025 quanto em 2026); e alterações no Fundeb (R\$ 4,8 bi em 2025 e R\$ 5,5 bi em 2026). Ou seja, juntando tudo, e mais o reajuste do salário mínimo, chegaríamos a R\$ 18,5 bilhões em 2025 e R\$ 27,8 bilhões em 2026, um acumulado de R\$ 46,3 bilhões, pouco mais de 65% dos R\$ 70 bilhões prometidos pelo governo. Os R\$ 34 bilhões restantes sairiam de medidas de higiene orçamentária e combate a fraudes. Medidas importantes, mas com um ganho fiscal incerto e que já foram anunciadas antes.

Portanto, a uma medida tributária fora de hora, somou-se um pacote na direção certa, porém sem a potência esperada pelo mercado. Por exemplo, discussões sobre a desvinculação dos benefícios sociais do INSS, ou mesmo apenas do abono salarial, do salário mínimo, não aparecem. Assim como mudanças no seguro-desemprego, que, claramente maldesenhado, vem crescendo exponencialmente, mesmo com a taxa de desemprego chegando a mínimos históricos. Por isso, não deve causar surpresa a reação dos mercados. O dólar subiu mais de 3,0% entre quarta-feira (27/11) e quinta-feira (28/11), chegando a R\$ 5,99; a taxa de juros nominal de 5 anos passou de 13,04% para 13,74% e a real, de 6,95% para 7,19% no mesmo período. O primeiro sendo o maior nível desde o início do Plano Real e o último, o maior desde fevereiro de 2016. Sem dúvida nenhuma, há um exagero nesses movimentos, potencializados pelo *stop loss*<sup>1</sup>, entretanto eles não aconteceram sem razão. Um pacote fiscal desidratado e a divulgação de uma medida extemporânea apenas consolidaram no mercado a certeza de que o governo Lula não tem nenhum interesse em resolver o problema fiscal antes das eleições de 2026.

Bem, se o governo continua mantendo o pé no acelerador dos gastos – e a isenção para quem ganha até R\$ 5 mil vai nessa direção, uma vez que libera recursos para uma faixa de renda que consome a maior parte da renda, compensando com a queda da renda de um estrato da sociedade que tende a poupar –, a política monetária tem que colocar o pé no freio. Até porque, considerando que já temos uma desvalorização de 23% no ano, o impacto no IPCA nos próximos 12 meses pode chegar a 1,0 p.p. Por isso, quando se trata da próxima reunião do Copom (11/12), a discussão não é mais sobre se o BCB vai subir os juros em 0,50 p.p. ou 0,75 p.p., mas se a alta vai ser de 0,75 p.p. ou 1,00 p.p. Inclusive, no final da última 5ª feira (28/11), o mercado atribuía uma chance de 52% de o Copom escolher o aumento mais salgado.

Obviamente, nossas projeções não passaram incólumes dessa piora dos ativos. Mesmo considerando que estamos em um claro “modo pânico” nos mercados, quando os preços perdem a ligação com a realidade, mudamos nossa expectativa para a reunião do Copom de dezembro de 11,75% a.a. para 12,00% a.a. (alta que passou de 0,50 p.p. para 0,75 p.p.). Em consequência, nossa projeção para os juros de final de ciclo passou de 13,00% a.a. para 13,50% a.a. e, para o final de 2025, de 12,00% a.a. para 12,50% a.a. No caso da inflação, vamos esperar a divulgação do IPCA de novembro – no início de dezembro – para reavaliar o cenário, mas as projeções de 4,7% para este ano e de 4,3% para o ano que vem têm um claro viés de alta. Mesma sinalização para o câmbio. Nossa projeção de que dólar pudesse ficar entre R\$ 5,50 e R\$ 5,60 no final de 2024 partia da premissa de um pacote bom. Como ele não foi bom, vai ser revisada para cima. Para que nível? Vamos esperar a poeira baixar um pouco para fechar questão, mas certamente ficará ao redor de R\$ 6,00, tanto para este ano quanto para o próximo.

O que passou pela cabeça do pessoal no Palácio do Planalto para fazer o que fizeram, saberemos aos poucos; porém, para medir a consequência, podemos lembrar do antigo provérbio: “*Quem planta vento, colhe tempestade*”.

<sup>1</sup> Ocorre quando movimentos bruscos nos mercados levam o investidor a vender seus ativos compulsoriamente porque os preços chegaram a marcas predeterminadas por questões de risco da carteira.

## Frase da Semana

---

*“É impossível ensinar um gato a não pegar passarinhos.”*

Albert Einstein

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,70	4,30
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	12,00	12,50
USDBRL	5,28	4,86	5,50	5,70
PIB (%)	3,00	2,90	3,20	2,00