



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 21

15 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.





Após a reunião de agosto, quando o Banco Central do Brasil (BCB) surpreendeu ao reduzir os juros em 0,50 p.p. em vez do 0,25 p.p. esperado pelo mercado, claramente parece não haver nenhum “charme” em discutir o que o Comitê de Política Monetária (Copom) vai fazer na semana que vem. Tanto que, ao contrário dos últimos meses, quando a aproximação da reunião era acompanhada de reportagens nos cadernos de política e economia dos jornais, agora quase não se discute o assunto. A delação premiada do Tenente-Coronel Mauro Cid é o foco do momento. Entretanto, com a surpresa positiva (para melhor) do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de agosto, divulgado na última terça-feira (12/09), a questão da trajetória dos juros voltou a ser um “assunto”, com uma possível aceleração dos cortes para 0,75 p.p. voltando ao debate. Portanto, vamos usar “O Canário da Mina” (OCM) de hoje para discutir se essa é, segundo nosso entendimento, uma opção viável ou não.

O IPCA de agosto pode ser considerado uma boa notícia para o BCB, não apenas porque o resultado de 0,23% veio abaixo do 0,28% esperado pelo mercado, mas, principalmente, porque sua composição foi boa na parte mais relevante para a política monetária neste momento: os serviços.

Um resultado que chama a atenção imediatamente quando focamos esse grupo é que ele apresentou desaceleração forte com relação ao resultado de julho, passando de 0,25% para 0,08%. Entretanto, poderíamos argumentar que o número estava “contaminado” pela deflação de 11,69% das passagens aéreas, o que não deixa de ser verdade, uma vez que o impacto desse item no resultado final dos serviços foi de 0,20 p.p. para baixo. Então, para verificar se o número realmente é bom, vamos usar os serviços subjacentes, uma métrica que retira do resultado geral do grupo os itens mais voláteis, inclusive as passagens aéreas, e, por isso, é a preferida do BCB. Nesse caso também se nota uma desaceleração entre julho e agosto, de 0,20% para 0,14%, sendo este o menor patamar desde abril de

2021. Mas sempre podemos dizer que esse resultado mensal pode ser um “ponto fora da curva”. Para verificar se isso é verdade, vamos observar mais duas métricas de acompanhamento dos serviços subjacentes: o acumulado em 12 meses e a média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada. Ambos sinalizam tendências, o primeiro indicando consistência e o último, direção.

O acumulado em 12 meses dos serviços subjacentes apresentou sua nona desaceleração, passando de 6,10% para 5,49%. Ainda longe da meta de 3,0% para 2024 em diante, mas, mesmo assim, o menor nível desde novembro de 2021. Um pouco mais perto da meta, a média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada passou de 5,4% em julho para 4,1% em agosto, sendo este seu menor valor desde junho de 2021. Ou seja, o grupo serviços do IPCA vem mostrando uma trajetória benigna tanto quando olhamos para seu índice cheio quanto quando nosso foco passa para as métricas mais relativas à política monetária. Mas por que perdemos tanto tempo empilhando números de um grupo específico do IPCA? Para responder a essa pergunta, temos que voltar para a ata da última reunião do Copom e lembrar seus principais recados a respeito dos próximos passos da política de juros do BCB.

Antes de entrar nos “recados” propriamente ditos, vamos usar uma análise bem prosaica para mostrar a importância da inflação de serviços para o BCB. Na ata, um documento de seis páginas de análise (na verdade são oito, mas a primeira página é a capa e a segunda, a lista do nome dos participantes), os termos “inflação de serviços” ou “inflação subjacente” aparecem nada menos que 11 vezes, ou seja, quase duas vezes por lauda.

Bem, feita a constatação, vamos aos recados. No parágrafo 18 do documento, o BCB escreve: *“Com relação aos próximos passos, os membros do Comitê concordaram unanimemente com a expectativa de cortes de 0,50 ponto percentual nas próximas reuniões e avaliaram que esse é o ritmo apropriado para manter a política monetária contracionista necessário para o processo deflacionário”*. Ou seja, o BCB deixa claro que o ritmo que julga apropriado — não só para a reunião de quarta-feira que vem, mas também para, pelo menos, a reunião de novembro (note que é usado o termo “reuniões”, no plural) — seria de 0,50 p.p. Todavia, será que ele não deixa a porta aberta para um resultado diferente? A resposta é sim, e podemos encontrá-la no próprio parágrafo 18: *“O Comitê julga como pouco provável uma intensificação adicional do ritmo de ajustes, já que isso exigiria surpresas positivas substanciais que elevassem ainda mais a confiança na dinâmica desinflacionária prospectiva. Tal confiança viria apenas com uma alteração significativa dos fundamentos da dinâmica da inflação, tais como uma reancoragem bem mais sólida das expectativas, uma abertura contundente do hiato do produto ou uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços”*. Ou seja, aqueles que veem a chance de um corte de 0,75 p.p. na reunião da semana que vem baseiam suas “apostas” no terceiro item — que, como vimos, realmente melhorou. Daí, respondendo à pergunta acima, o foco em todas as análises do IPCA para a melhora da inflação de serviços. Contudo, seria isso suficiente para se esperar uma aceleração do corte nos juros? E as outras duas mudanças de cenário?¹

¹Aqui uma questão semântica. O texto usa a conjunção alternativa “ou” ao invés da aditiva “e”, portanto, semanticamente falando, o BCB está indicando que a ocorrência de apenas um dos parâmetros seria suficiente para a aceleração do ritmo de cortes. Entretanto, nos parece que foi mais um problema na redação do que um desejo consciente (ou um “ato falho?”), uma vez que em entrevistas posteriores, vários diretores do BCB indicaram que seriam as três exigências em conjunto,

Pela ordem, vamos começar por *“uma reancoragem bem mais sólida das expectativas”*. Aqui não é preciso analisar muito para ver que não foi cumprida, uma vez que as expectativas para o IPCA a partir de 2025, quando consideramos que elas deixam de ser projeções e passam a ser realmente expectativas, ficaram estáveis em 3,5% desde a reunião de agosto. Ou seja, nesse ponto não tivemos *“surpresa positiva”*.

O segundo item seria *“uma abertura contundente do hiato”*. Ao contrário do anterior, aqui temos que *“ir devagar com o andar”*, pois o hiato do produto é resultante da diferença entre o produto interno bruto (PIB) calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e o PIB potencial, uma variável não observada e estimada por meio de funções econômicas ou filtros estatísticos². Conseqüentemente, para o mesmo PIB, podemos ter vários e diferentes hiatos do produto a depender de quantos PIB potenciais tivermos. Mas, considerando que esteja tudo *“como dantes no quartel de Abrantes”*, como o PIB do 2º trimestre, divulgado pelo IBGE no início de setembro, veio melhor do que o esperado³, tivemos, na verdade, um fechamento do hiato, e não uma *“abertura contundente”*, como exigia o BCB para acelerar o ritmo de cortes.

A conclusão final é que, *“como uma andorinha só não faz verão”*, o resultado auspicioso do grupo serviços no IPCA de agosto não deve ser suficiente para fazer o Copom acelerar o ritmo de cortes na reunião da semana que vem. Para as reuniões de novembro e dezembro, isso vai depender — além, óbvio, do que acontecer até lá — de uma alteração na sinalização do BCB, uma vez que para os próximos meses não vemos nem *“uma reancoragem bem mais sólida das expectativas”* nem *“uma abertura contundente do hiato”*, apesar de *“uma dinâmica substancialmente mais benigna do que a esperada da inflação de serviços”* não poder ser descartada. Por isso mantemos nossa projeção de que a Selic feche o ano em 11,75% a.a.

Frase da Semana

“Não julgo o acontecimento; procuro a consequência.”

Alexis de Tocqueville

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

4

² Para um mesmo nível de PIB potencial, quanto mais forte vier o PIB divulgado, mais *“fechado”* será o hiato e mais *“aberto”*, quanto mais fraco vier o PIB divulgado;
³ Ver OCM20;