



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 3

12 DE MAIO 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.





Podemos dizer, sem medo de errar, que a inflação é uma preocupação para oito em cada dez bancos centrais no mundo. Podemos tirar da lista a China, que é sempre um “bicho” diferente, e o Japão, que, após muitos anos de deflação, está se “deliciando” com seu Índice de Preços ao Consumidor (CPI, na sigla em inglês) em torno de 3,2% (número de março no acumulado em 12 meses)¹. Portanto, em uma semana em que tivemos números de inflação divulgados nos Estados Unidos, na Alemanha e no Brasil, achamos oportuno usar esta edição de “O Canário da Mina” (OCM) para falar sobre tal assunto, que tem tirado o sono dos BCs — e com razão. O momento inflacionário mundial parece apresentar um componente comum, que, para nós, é um velho conhecido, mas, para as economias centrais, pode se mostrar um processo que há muito tempo não é visto — e, por isso mesmo, é perigoso, já que pode levar a conclusões erradas.

Para começar, vamos colocar a história nos eixos. O Brasil sempre foi um ponto fora da curva no quesito inflação; chegamos a ser estudo de caso sobre como a hiperinflação pode perdurar por tantos anos sem que haja a ruptura da economia² e do tecido social. Até por isso, causa estranheza que nossa inflação acumulada em 12 meses esteja em níveis mais baixos do que nos EUA, berço do FED, o BC mais famoso do mundo, e da Alemanha, talvez o país mais averso a aumentos de preços no mundo. Em números, enquanto nosso Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) fechou abril em 4,2%, o CPI dos EUA ficou em 5,0% e o da Alemanha, em 7,2%. Entretanto, sabe aquela história de que “quando a esmola é demais o santo desconfia”? É o que está acontecendo desta vez. Só estamos com um resultado tão baixo devido ao que chamamos de “efeito-base”, que nada mais é que o impacto dos três meses de deflação no segundo semestre de 2022.

¹ Para ficar mais fácil a comparação, vamos usar sempre o acumulado em 12 meses; quando usarmos a variação mensal, deixaremos isso claro.

² Para os mais novos, a inflação mensal do Brasil, medida pelo IPCA, chegou ao astronômico número de 82,39% ao mês em fevereiro de 1990. Só como parâmetro, a inflação anual na Argentina está em 104,30%.

Em junho de 2022, o governo de Jair Bolsonaro passou no Congresso a Lei Complementar nº 194/22, que transformava combustíveis, gás natural, energia elétrica e transporte coletivo em bens “essenciais e indispensáveis”. Além disso, tirava a Tarifa de Uso do Sistema de Distribuição (TUSD) e a Tarifa de Uso do Sistema de Transmissão (TUST) da base de cálculo. Quando juntamos a isso a desoneração dos impostos federais sobre a gasolina e o etanol, tivemos um impacto para baixo na inflação de 2022 em torno de 2,8 p.p., que ficaram concentrados em julho (-0,68%), agosto (-0,36%) e setembro (-0,29%). A primeira conclusão a que chegamos é que a inflação de 2022 (5,78%) foi mais baixa do que deveria³. A segunda é que teremos dois comportamentos distintos do acumulado em 12 meses ao longo do ano: no primeiro semestre, enquanto as deflações de 2022 estiverem impactando o cálculo, a inflação anual cairá, monotonicamente, até o mínimo de 3,70% (segundo as projeções da G5 Partners); já na segunda parte do ano, quando os números negativos saírem do cálculo, a inflação irá subir para fechar 2023 em 6,1%, de acordo com nossas projeções.

Tendo em vista as projeções do Boletim Focus antes da discussão a respeito dessas desonerações (arbitrariamente consideradas em 23 de maio de 2022) e antes da reoneração parcial dos combustíveis em março (arbitrariamente consideradas em 12 de janeiro de 2023), estaríamos com o acumulado em 12 meses ao redor de 6,80%, ainda ganhando dos alemães, mas já perdendo dos americanos. O Banco Central do Brasil (BCB) deixou claro na ata da última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), divulgada nesta semana, que está atento a essa “ilusão estatística”, portanto ela não afetaria sua política monetária, apesar da pressão que certamente virá do governo: *“Em termos de trajetória de inflação ao consumidor ao longo de 2023, ressalta-se que se espera uma queda relevante na inflação acumulada em doze meses ao longo deste segundo trimestre em função do efeito base do ano anterior. No segundo semestre de 2023, como os efeitos das medidas tributárias que reduziram o nível de preços no terceiro trimestre de 2022 não estão mais incluídos na inflação acumulada em doze meses e ainda se terá a inclusão dos efeitos das medidas tributárias deste ano, se observará elevação do mesmo indicador. O Copom, portanto, enfatiza que tal comportamento não reflète a dinâmica inflacionária subjacente e nem altera a visão sobre as perspectivas futuras”*.

No entanto, essa é apenas uma curiosidade estatística; o que importa para nós neste OCM é o fator comum entre as inflações no mundo: o comportamento dos preços dos serviços. Na esteira da reabertura da economia, com a volta dos consumidores aos “prazeres da vida”, antes proibidos pelos lockdowns, aumentou a demanda por atividades que podem englobar desde idas ao cinema até viagens de avião. E algo que o vírus não conseguiu mudar foi a Lei da Oferta e da Demanda.

Vamos primeiro a uma constatação econômica: o setor de serviços tem mostrado um desempenho melhor que o de bens. Analisando os três países que usamos para nossa comparação (Brasil, EUA e Alemanha), observamos

³ Considerando o impacto que calculamos como oriundos das medidas supracitadas, a inflação em 2022 deveria ter sido de 8,55%, como destacamos no OCM 1.

que o Índice de Gerentes de Compras (PMI, na sigla em inglês) do setor de serviços está em 54,5 pontos no Brasil, 52,6 pontos nos EUA e 56,0 pontos na Alemanha; já o PMI industrial está em 44,3, 49,0 e 44,5 pontos, respectivamente. A simples observação dos números já mostraria o desempenho melhor do setor de serviços, mas, no caso do PMI, esses números têm uma importância maior, uma vez que valores acima de 50 pontos indicam aceleração do setor e abaixo, desaceleração. Ou seja, enquanto o setor de serviços está aquecido, o industrial está perdendo fôlego.

Agora, voltando para a Lei da Oferta e da Demanda, se temos um setor com alta demanda, devemos esperar uma pressão sobre seus preços. Dito e feito. Assim como os PMIs de serviços do Brasil, dos EUA e da Alemanha mostram números confortavelmente acima de 50 pontos, vemos que outra “coincidência” entre esses países é que os preços do grupo “serviços” dentro dos índices de preços estão muito acima do normal — talvez não para nós, mas certamente para os outros dois países.

Considerando os números divulgados nesta semana, para uma inflação acumulada em 12 meses de 4,18% no IPCA total, os serviços estão em aproximadamente 7,5%. Situações parecidas podem ser vistas nos EUA, onde o CPI total está em 5,0% e o grupo “serviços”, em 6,8%; e na Alemanha, com 7,2% e 4,7%, respectivamente. Entretanto, embora pareça que todos estejam no mesmo barco, ao contrário dos gringos, “marinheiros de primeira viagem”, o Brasil pode ser considerado um “lobo do mar” nesse assunto. Enquanto no Brasil a última vez que vimos a inflação dos serviços tão alta foi no biênio 2015/2016, nos EUA foi em 1982 e na Alemanha, em 1994. Sabemos que não é fácil trazer esse grupo para a meta. Por isso parece-nos tão estranha a facilidade com que os mercados precificam quedas nos juros nos EUA e na Europa, haja vista a dificuldade com o trabalho posterior.

Enquanto aqui no Brasil, antiga terra da inflação (título que nos foi tomado com honras pela Argentina), a expectativa⁴ é que os juros comecem a ser reduzidos apenas em setembro deste ano, doze meses após a última alta, nos EUA o FED deve começar a diminuir a FED Fund (a Selic americana) já na reunião de agosto, somente três meses após a última alta (considerando que esta ocorreu mesmo na reunião de maio, como parece). Na Europa, a situação é semelhante. Apesar de ainda esperarem altas nas duas próximas reuniões (junho e julho), a queda é prevista para ocorrer já em janeiro de 2024.

A conclusão a que podemos chegar é que alguém está precificando errado o cenário internacional: o mercado de renda fixa, por precificar quedas muito mais cedo do que o cenário inflacionário demandaria; o mercado de renda variável, que precifica que podemos passar por esse processo inflacionário apenas com uma leve desaceleração da economia; ou nós, que estamos considerando as relações históricas entre as variáveis econômicas, não levando em conta que elas podem ter mudado de forma indelével no período pós-pandemia.

⁴Segundo o Boletim Focus.

Teremos a resposta para essa charada nos próximos meses; contudo, desconsiderando a última opção, o que esperamos ter é a economia americana desacelerando menos do que o mercado de juros precifica, mas mais do que está no preço das bolsas de valores. O tamanho do ajuste dependerá do “erro” de cada mercado com relação a esse cenário básico.

Ter uma experiência inflacionária tão robusta quanto a nossa tem suas vantagens. Reconhecemos o componente de demanda na inflação antes das economias centrais e sabemos que diminuir a inflação de serviços requer “paciência e serenidade”, como diria o BCB. O problema para nós nessa história de “paciência e serenidade” é que, como diria a saudosa Rita Lee, “em teoria não há diferença entre teoria e prática. Na prática, a teoria é outra”.

Frase da Semana

“Teoria é quando se sabe tudo, e nada funciona. Prática é quando tudo funciona, e ninguém sabe por quê. Neste recinto, conjugam-se teoria e prática: nada funciona, e ninguém sabe por quê.”

Placa na entrada da estação meteorológica de Jan Mayen, na Noruega

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	6,10	3,80
SELIC F.P (%)	13,75	12,50	9,75
Câmbio	5,28	5,30	5,50
PIB	2,90	0,90	2,00

Este artigo foi escrito por Luís Otávio Leal, Sócio e Economista Chefe da G5 Partners. Todos os direitos sobre o conteúdo deste artigo, incluindo a propriedade intelectual e a investigação original, são propriedade do autor e não podem ser reproduzidos ou distribuídos sem a sua autorização expressa. Aconselha-se os leitores a procurarem aconselhamento profissional antes de tomarem quaisquer decisões financeiras ou de investimento com base nas informações apresentadas neste artigo

This article was written by Luís Otávio Leal, Partner and Chief Economist of G5 Partners. All rights to the content of this article, including the intellectual property and original research, are the property of the author and may not be reproduced or distributed without their express permission. Readers are advised to seek professional advice before making any financial or investment decisions based on the information presented in this article