



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **32**

01 DE DEZEMBRO 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.



O “O Canário da Mina” (OCM) da semana passada foi dedicado aos números de atividade no Brasil, com a revisão de nosso cenário de crescimento brasileiro em 2023. No texto de hoje, vamos aproveitar a divulgação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-15) de novembro, para traçar o cenário de inflação, fechando o binômio inflação/crescimento que determinará a trajetória da política monetária brasileira daqui para a frente.

Se fôssemos definir o IPCA-15 de novembro, divulgado na última terça-feira (28/11), poderíamos dizer que ele “foi ruim, mas foi bom”. A aparente contradição vem do fato de que, enquanto o 0,33% do índice geral veio acima da mediana das projeções do mercado (0,30%), os dados qualitativos continuaram mostrando que a tendência de arrefecimento dos itens mais sensíveis à política monetária é de convergência para a meta de 3,0% ao longo do tempo. Vamos nos ater a esse último aspecto do número.

Tanto a média dos núcleos quanto os serviços subjacentes — grupos ressaltados pelo Banco Central do Brasil (BCB) como sendo aqueles mais sensíveis à política monetária e, portanto, mais importantes de se acompanhar quando se fala de juros no Brasil — aceleraram com relação a outubro, mas, mesmo assim, podem ser considerados bons. Primeiro porque vieram melhores do que o mercado esperava e, mais importante, mostram convergência para a meta mesmo usando diferentes métricas. A começar pela mais simples, o acumulado em 12 meses, a média dos núcleos passou de 4,84% para 4,57% — próximo do teto do intervalo da meta para 2024 (4,50%) e o menor patamar desde maio de 2021. Comportamento semelhante tiveram os serviços subjacentes, cujo acumulado em 12 meses passou de 4,88% para 4,60% — o melhor resultado desde julho de 2021. Dando um passo adiante, vamos para a média trimestral dessazonalizada e anualizada, um nome pomposo para uma medida que indica tendência. Bem, nesse quesito ambas as métricas tiveram um desempenho muito auspicioso, chegando perto da meta de 3,0%. A média dos núcleos passou de 3,9% para 3,1%, o menor nível desde setembro de 2020, enquanto os serviços subjacentes, apesar de estáveis em 3,8%, estão em seu menor nível desde outubro de 2020. Então, tirando o “detalhe” de que o índice geral veio mais alto do que o esperado, o número pode ser considerado bom. E daqui para a frente?

Começando pelo “curtíssimo prazo”, o IPCA de novembro deve ficar próximo de 0,30%, um pouco abaixo, portanto, do 0,33% do IPCA-15, sendo que a maior pressão sobre o número virá do grupo alimentação e bebidas, para o qual projetamos uma alta de aproximadamente 1,00%. Aqui temos um pouco de sazonalidade e de impacto do fenômeno *El Niño*, sendo este um dos principais riscos para a inflação em 2024, como veremos mais adiante. Se estivermos certos, o IPCA de 2023 deve ficar entre 4,60% e 4,70%, ou até um pouco menos, caso a Petrobras efetivamente reduza o preço dos combustíveis, como se tem especulado nas últimas semanas<sup>1</sup>. Se compararmos com os 5,78% da inflação de 2022, a queda de aproximadamente 1,2 p.p. no IPCA entre um ano e outro pode parecer decepcionante. Entretanto, devemos lembrar que o resultado do ano passado subestimava a inflação devido à desoneração dos combustíveis feita nos estertores do governo Bolsonaro; já o deste ano estaria inflado pela reoneração desse produto. Fazendo uma conta bem simples, por não considerar os efeitos indiretos, o IPCA de 2022 deveria ter sido 8,70% sem a desoneração e o de 2023, próximo de 4,00% sem a reoneração — uma queda bem mais expressiva.

<sup>1</sup>Para termos como parâmetro, cada 10% de redução nos preços da refinaria diminui o IPCA em 0,2 p.p.

Certamente um resultado de inflação dentro do intervalo da meta em 2023 será uma boa notícia para o BCB em geral e seu presidente, Roberto Campos Neto, em particular, dado que ele não terá que escrever, pela terceira vez seguida, a “cartinha” para o ministro da Fazenda explicando o porquê do não cumprimento da meta. Mas o objetivo precípua da Autoridade Monetária é trazer a inflação para um patamar próximo da meta de 3,0% de forma sustentável. Será que esse objetivo será alcançado já em 2024?

Infelizmente para o BCB e para os brasileiros em geral, a resposta é não. De acordo com nossa projeção, o IPCA deverá fechar 2024 em 4,0%, um resultado um pouco mais pessimista que o do boletim Focus, que, na última segunda-feira (27/11), projetou uma inflação, pela quinta semana consecutiva, de cerca de 3,9%. Talvez uma decepção para quem acreditava que o ritmo de queda da inflação poderia se manter; para outros, apenas a confirmação da dificuldade de se desinflacionar uma economia tão indexada. Nas palavras dos dirigentes do BCB, “estamos na fase mais difícil do processo”: baixar a inflação de serviços. Podemos ver isso nos números.

Usando o IPCA acumulado em 12 meses até outubro (último dado disponível do IPCA), podemos ver que, por enquanto, a inflação é eminentemente dos preços administrados, que variaram 9,97%, contribuindo com 2,60 p.p. para os 4,82% do índice geral. Os preços livres, aqueles efetivamente afetados pela política monetária<sup>2</sup>, subiram 3,13% no período, menos de um terço dos preços administrados, abaixo da meta de 2023 (3,25%) e bem próximo da de 2024 (3,00%). Então isso significa que tudo o que dissemos acima não deve causar preocupações, uma vez que a parte influenciada pelo BCB já está na meta? Mais uma vez, infelizmente não. Apesar de o IPCA “cheio” ser composto dos dois grupos supracitados (administrados e livres), um deles (livres) tem três subdivisões: a alimentação no domicílio, os bens industriais e os serviços; e, destes, apenas o último é majoritariamente impactado pela política monetária, como veremos.

O subgrupo alimentação no domicílio, como o nome sugere, representa os itens que comumente encontramos quando vamos a supermercados e feiras e, apesar de ser afetado pela política de juros por meio da renda disponível, depende muito mais de questões exógenas à política monetária, como safras e clima. Como as primeiras foram muito boas e o último, se não ajudou, também não atrapalhou, pelo menos até agora, o subgrupo apresenta uma deflação de 1,30% no período – o que puxou para baixo o índice geral em 0,20 p.p. e os preços livres, em 0,26 p.p. Portanto, se não fosse a “boa vontade de São Pedro”, os preços livres não seriam 3,13%, mas 3,39% – ainda um número bom, mas acima da meta deste ano e da do ano que vem. Aqui podemos fazer um parêntese, para notar que a deflação de 1,30% que temos até agora é um “ponto fora da curva”. Durante o século XXI, apenas em 2017 tivemos uma deflação no acumulado em 12 meses até outubro, sendo que a média entre 2001 e 2023 foi de 7,34%. Portanto, nossa projeção de que o subgrupo alimentação no domicílio fique perto de 7,00% em 2024 não parece muito pessimista; mesmo assim, isso significaria um incremento de 1,25 p.p. no índice geral e de 1,69 p.p. nos preços livres com relação ao cenário atual. Considerando que estamos em meio ao fenômeno de *El Niño* e podemos ter, a partir do meio do ano que vem, o *La Niña*, o potencial de piora é grande.

<sup>2</sup> Tanto que as previsões dos modelos do BCB se referem aos preços livres, os preços administrados são imputados.

O segundo subgrupo, bens industriais, pode ser considerado uma mistura: não depende tanto de fatores exógenos quanto a alimentação no domicílio, mas, por ser composto majoritariamente de bens comercializáveis<sup>3</sup>, sofre bastante influência externa. Exatamente por isso, foi o grupo mais afetado pelos problemas logísticos durante a pandemia, com alta de 11,9% em 2021 e de 9,5% em 2022. Por outro lado, como também foi o mais afetado pela elevação dos juros no mundo, teve uma forte desaceleração neste ano; nossa projeção para a variação deste grupo em 2023 está em 2,0%. Para 2024, não havia motivo para acharmos que a inflação desse grupo pudesse ser maior do que essa, até que os estados começaram a elevar o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) para se “protegerem” da Reforma Tributária. Por isso, aumentamos nossa projeção para 2,5%. Pelo mesmo motivo, os preços administrados passaram de 4,00% para 4,50%, em virtude do impacto que esse aumento do tributo estadual terá sobre as tarifas de energia elétrica, comunicação e combustíveis.

O subgrupo de serviços é o que mais tem influência da política monetária, por ser formado por bens não comercializáveis<sup>4</sup>, mas também é o que mais “sofre” com a inércia. Essas duas características acabam tendo efeitos opostos sobre o grupo. Por um lado, apresenta uma tendência de desaceleração por ser impactado pelos efeitos defasados da política monetária sobre o mercado de trabalho. Por outro, é muito influenciado pelos aumentos salariais, que guardam muita relação com a inflação passada. Nesse ponto, vale destacar a nova fórmula de correção do salário mínimo para 2024: além de incorporar a inflação de 2023, vai ser acrescido do crescimento do produto interno bruto (PIB) de 2022 (2,9%). Ou seja, se nossa projeção para a inflação de 2023 estiver certa e não tivermos revisões no PIB do ano passado, haverá uma correção do salário mínimo da ordem de 7,5%. Dessa forma, aqui também fica difícil manter nossa projeção de 3,5% para os serviços no ano que vem, a qual elevamos para 4,0%.

Os leitores mais assíduos vão perceber que nossa projeção para a inflação em 2024 era de 3,7%; entretanto, como vimos ao longo do OCM desta semana, vários efeitos pontuais, como *El Niño*, aumento de ICMS e nova fórmula de cálculo para o salário mínimo, nos fizeram elevá-la para 4,0%. Isso pode impedir que o BCB continue a reduzir os juros no ano que vem? A princípio não. Primeiro, porque o nível das taxas ainda é muito alto; além disso, boa parte dos motivos para nossa revisão da inflação estão ligados a fatores pontuais que não deveriam ser considerados um desvio da trajetória esperada pela política monetária. Portanto, mesmo com a previsão de 4,0% para o IPCA do ano que vem, mantemos nossa expectativa de que os juros fechem 2023 em 11,75% a.a. e 2024 em 9,50% a.a.

<sup>3</sup> Um bem comercializável é aquele que pode ser importado, portanto, se um produto vendido aqui tem um similar externo, que pode ser importado, tem sua variação de preço, de certa forma, ligada ao comportamento desse competidor externo.

<sup>4</sup> Um bem não comercializável, como o nome sugere, diferentemente dos comercializáveis, não sofre competição externa.

## Frase da Semana

*“Inflação significa ser pobre com muito dinheiro no bolso.”*

Ugo Tognazzi

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,65	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,50
USDBRL	5,28	5,00	5,20
PIB (%)	2,90	2,80	1,90