



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **38**

19 DE JANEIRO DE 2024

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.



Na semana passada, foi divulgado o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de dezembro e, conseqüentemente, ficamos sabendo da inflação de 2023 como um todo. Com base nesse resultado, vamos usar a edição de hoje de “O Canário da Mina” para discutir o que fez o ano passado ter sido o primeiro desde 2019 no qual a inflação ficou dentro da margem de tolerância, o que esperar de 2024 e quais são os principais perigos que já aparecem no radar para os próximos meses.

Com o 0,56% da inflação de dezembro, o IPCA fechou 2023 em 4,62%, 1,17 p.p. abaixo dos 5,79% de 2022. Uma desaceleração aparentemente pequena, principalmente quando consideramos que a taxa Selic média no ano passado foi de 13,21% a.a., contra 12,45% a.a. do ano anterior. Entretanto, temos que mencionar que as medidas tomadas por Jair Bolsonaro, presidente da República na época, de zerar os impostos federais e tornar os combustíveis serviços essenciais — limitando a alíquota do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) a 17% — em julho de 2022, acabaram reduzindo “artificialmente” a inflação daquele ano em, pelo menos, 2,50 p.p. Ou seja, a inflação de 2022, em vez dos 5,79% oficiais, deveria ter ficado, “oficiosamente”, ao redor de 8,50%. Se considerarmos ainda que, em 2023, tivemos a reoneração parcial da gasolina — e, portanto, a inflação “oficiosa” deveria ter sido cerca de 4,00% —, estamos falando que a queda “real” da inflação entre 2022 e 2023 teria sido próxima de 4,50 p.p., valor bem mais condizente com o nível de juros visto no ano passado.

Entretanto, independentemente de qual parâmetro usarmos, o oficial ou o “oficioso”, o fato é que a inflação ficou pela primeira vez, desde 2020, dentro do intervalo de tolerância da meta para o ano, liberando o presidente do Banco Central do Brasil (BCB), Roberto Campos Neto, da obrigação de escrever uma carta explicando para o ministro da Fazenda, Fernando Haddad, os motivos do estouro. Mas, além da política monetária conduzida por ele e sua equipe, Roberto Campos tem que agradecer a São Pedro e à normalização das cadeias produtivas por esse sucesso. No primeiro caso, a deflação de 0,52% do grupo Alimentos no domicílio foi o grande destaque do IPCA em 2023, e não apenas porque puxou para baixo o resultado do ano em 0,08 p.p., mas principalmente porque teve um comportamento bem abaixo de seu “normal”. Para mostrarmos isso de forma mais clara, basta observarmos que, neste século, apenas em 2017 tivemos uma deflação nesse grupo (-4,86%). Mais que isso, a média nestes 23 anos do século é de 7,82%, ou seja, se o grupo Alimentação no domicílio tivesse revertido à média, em vez de apresentar a deflação de 0,52%, o IPCA de 2023 teria sido de 5,88%. Fora do intervalo da meta e acima, inclusive, dos 5,36% esperados pelo boletim Focus da primeira semana do ano passado. Se no caso dos alimentos a dívida do BCB com São Pedro é clara, na questão das cadeias produtivas a “paternidade” do resultado fica mais difícil de mensurar. Por isso, vamos partir para uma comparação com a inflação nos Estados Unidos.

Para começar, precisamos determinar o objeto do estudo e, falando em cadeias de produção, o grupo que rapidamente vem à mente é o de Bens industriais, que, além de depender diretamente, ou indiretamente, da cadeia de suprimentos de matérias-primas internacionais, tem outra característica desejável para nossa comparação: são bens comercializáveis (ou tradables), ou seja, que sofrem concorrência externa. Em um primeiro momento, uma

¹ Com a meta de 3,25% em 2023, o intervalo de tolerância iria de 1,75% até 4,75%.

comparação entre a inflação americana e a brasileira parece esdrúxula: os bens industriais no Brasil subiram 1,10% em 2023, contra 0,09% nos EUA. Entretanto, podemos achar semelhanças nos movimentos, mesmo em níveis diferentes. Por exemplo, as variações estão no nível mais baixo (Brasil), ou perto disso (EUA), desde a pandemia. Além disso, o pico de inflação desse grupo aconteceu em momentos semelhantes tanto no Brasil quanto nos EUA: aqui em abril de 2022 (14,22%), e lá em fevereiro do mesmo ano (12,38%). Mas isso poderia ser apenas coincidência, se não achássemos um fator desencadeador comum nos problemas nas cadeias produtivas gerados pela pandemia. Isso fica claro ao observarmos que o índice de pressão nas cadeias globais do FED de Nova York (Global Chain Pressure Index) alcançou seu máximo histórico em dezembro de 2021 (4,33 pontos) e agora voltou para sua média registrada entre 2011 e 2019 (-0,13%). Tem ajudado também nesse processo a deflação na China, com o Índice de Preços ao Produtor (PPI na sigla em inglês) fechando 2023 negativo em 2,7%. Entretanto, os problemas no Oriente Médio podem impactar esse cenário negativamente, como discutiremos mais adiante.

No parágrafo anterior, comentamos que existe um padrão de comportamento semelhante na inflação de Bens industriais no Brasil e nos EUA, o que nos faz pensar que, desde a pandemia, parece haver um padrão comum na inflação mundial. Essa sensação fica mais forte quando vemos que tanto o BCB quanto os BCs nas principais economias mundiais têm alertado que o principal risco para a convergência da inflação para as respectivas metas são os Serviços. O motivo dessa preocupação se mostra claro na comparação entre os países. Em 2023, os Serviços na Zona do Euro fecharam o ano em 4% para uma inflação geral de 2,9% e uma média para os anos anteriores à pandemia de 1,5%; nos EUA, os números foram 5,3%, 3,4% e 2,3% e no Brasil, 6,2%, 4,6% e 6,9%, todos respectivamente. Portanto, fica claro que os Serviços estão acima da inflação em todos os três países observados, e o motivo é outro fenômeno comum nas principais economias: o mercado de trabalho apertado. Os números corroboram essa análise, com a taxa de desemprego dos EUA em 3,7% (contra média histórica de 5,7%), a da Zona do Euro em 6,4% (contra média histórica de 9,1%), e a do Brasil em 7,9% (contra média histórica de 10,3%). Outra conclusão a que podemos chegar com relação aos números da inflação de serviços vistos no início deste parágrafo é que enquanto nós, brasileiros, estamos acostumados com níveis altos desse grupo, os EUA e a Zona do Euro não têm o histórico de combater esse tipo de inflação, o que deve ser um ponto de alerta na condução de política monetária nesses países.

O que fizemos até agora foi dissecar a inflação de 2023 e mostrar que estamos vendo uma sincronização inflacionária mundial, mas isso é apenas história. O que nos interessa mesmo é prever como será a inflação em 2024. Começando pelo final, nosso número para o IPCA deste ano é 4%, e os principais fatores a fazerem com que a desaceleração com relação a 2023 seja limitada são exatamente os grupos que tanto ajudaram no ano passado: Alimentação no domicílio e Bens industriais.

Ao contrário de 2023, quando o clima contribuiu e tivemos uma supersafra, 2024 será marcado pelo *El Niño* e talvez uma *La Niña*, além de uma safra de grãos que deve cair entre 5% e 10% em comparação a do ano passado. Um

reflexo disso já foi visto nos últimos meses de 2023. Na média nos três primeiros trimestres do ano, os Alimentos no domicílio apresentaram deflação de 0,32%, contra uma inflação de 0,79% no último, com os números acelerando a cada mês (0,27% em outubro, 0,75% em novembro e 1,34% em dezembro). Para 2024 devemos ver os primeiros três meses do ano ainda influenciados pelo *El Niño* e a safra ruim deve aumentar o preço das rações, impactando também o complexo de proteína. Por tudo isso, projetamos que esse grupo vai voltar para próximo de sua média histórica (7,82%). Considerando o resultado do ano passado, só essa projeção incorpora 1,21 p.p. a mais na inflação de 2024. Mas os alimentos não são os únicos que devem puxar a inflação do ano para cima; os Bens industriais também devem vir mais altos do que em 2023.

Como vimos anteriormente, o resultado dos Bens industriais no ano passado (1,10%) foi favorecido pela normalização das cadeias produtivas e pela deflação na China. Entretanto, em 2024, além de esses vetores positivos não estarem tão presentes, temos, no início deste ano, um evento inesperado que pode acarretar uma pressão adicional sobre esse grupo: os problemas geopolíticos no Oriente Médio. Ao contrário do esperado inicialmente, o impacto desse evento não se deu sobre os preços do petróleo, mas sobre os preços dos fretes, devido aos ataques dos Houtis do lêmên às embarcações no Mar Vermelho, como retaliação ao ataque de Israel na Faixa de Gaza. Para quem não está “ligando o nome à pessoa”, os navios utilizam o Mar Vermelho para acessar o Canal de Suez, rota bem mais curta para as mercadorias vindas da Ásia e por onde passam 12% de todo o tráfego marítimo do mundo. O desvio pelo Cabo da Boa Esperança eleva o tempo de navegação em até 20 dias, e a quantidade de navios que ainda estão utilizando a rota do Mar Vermelho já caiu 65% com relação ao período anterior ao conflito. Mais tempo, maiores os custos, mais caro o frete. O preço dos fretes marítimos medido WCI Composite Container Freight passou de USD 1.660,95 na última semana de 2023 para USD 3.776,78 nesta semana, um aumento de 127,39% em pouco menos de um mês. Ainda estamos longe do pico de USD 10.377,19, de setembro de 2021, mas já é um valor que pode “fazer estragos” na inflação dos Bens industriais. Por isso, nossa projeção para esse grupo está em 3,10%, mas com viés de alta, o que incorporaria 0,46 p.p. à inflação deste ano em comparação a do ano passado. Ou seja, com os alimentos e os bens industriais mais altos em 2024 do que em 2023, para que tenhamos uma redução de 4,62% para 4% na inflação deste ano, outros grupos do IPCA terão que cair. O principal deles será o dos Preços administrados.

No ano passado, tivemos a reoneração dos impostos federais sobre os combustíveis, o que fez com que a gasolina subisse 12,09%; além disso, a volta das tarifas “normais” de ICMS majorou a tarifa de energia elétrica em 9,51%. Assim, os Preços administrados subiram 9,12% em 2023. Como esperamos que os combustíveis fiquem próximos da estabilidade em 2024 e os aumentos das contas de luz sejam menores, projetamos que esse grupo apresente uma inflação de 4% neste ano, um impacto para baixo, com relação à inflação de 2023, de 1,32 p.p. Contudo, mesmo com essa redução relevante, não chegaríamos ao montante necessário para que os 4,62% de 2023 se tornassem os 4% que projetamos para 2024. O grupo que vai fechar essa diferença será o de Serviços.

Mostramos anteriormente neste OCM que a inflação de Serviços é um problema que não se restringe ao Brasil; entretanto, a despeito disso, acreditamos que menos que um problema, esse grupo ajudará a fazer a inflação de

2024 ficar mais baixa do que a de 2023. O principal motivo para isso é que o mercado de trabalho, apesar de ainda forte, deverá estar menos pressionado do que no ano passado, impactando, portanto, menos a inflação dos Serviços. O primeiro motivo para isso é que um mercado de trabalho mais equilibrado pressiona menos os salários e, conseqüentemente, menos a inflação dos Serviços. O segundo motivo é que a inflação no Brasil ainda é muito inercial devido à indexação da economia à inflação passada, e isso é especialmente importante no grupo de Serviços; portanto, assim como o IPCA de 2023 (4,62%) foi menor do que o de 2022 (5,79%), ajudando a inflação dos Serviços a passar de 7,58% para 6,22%, no mesmo período, a inércia também será menor, resultando em um desempenho mais favorável desse grupo. Um terceiro motivo é o esgotamento do aumento da demanda por esse grupo de produtos pós-pandemia. Tendo em vista esses três fatores, nossa expectativa é que o grupo Serviços feche 2024 em 3,5%, resultando em uma redução de 0,96 p.p. no IPCA de 2024 com relação a 2023 e fechando “nossa” conta.

A conclusão do OCM de hoje é que 2024 deve ser mais um ano de desaceleração da inflação, mas isso não deve acontecer sem percalços. Desde questões climáticas até problemas geopolíticos, existem vários fatores que podem fazer com que o IPCA deste ano fique acima dos 4% que projetamos. Entretanto, a boa notícia é que o BCB pode considerar tudo isso como choques de oferta, que só devem ser combatidos com política monetária caso se espalhem pelo restante da economia, mais precisamente para o grupo Serviços. Como isso não está em nosso radar, mantemos a projeção de que o BCB vá continuar a reduzir os juros ao ritmo de 0,50 p.p. até a reunião de maio, diminuindo o tamanho dos cortes a partir da reunião de junho – não por se tratar de um cenário inflacionário mais desafiador no meio do ano, mas porque a Selic estaria se aproximando do nível de 10% a.a. e o BCB pode decidir começar a fazer um ajuste fino nas taxas. Por isso, mantemos nossa projeção para os juros ao final de 2024 em 9% a.a.

Frase da Semana

“Nenhuma batalha desenrola-se como previam aqueles que armam os planos.”

Leon Tolstói

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	4,86	5,05
PIB (%)	2,90	3,00	2,10