



CARTA SEMANAL

O Canário  
da Mina **41**

09 DE FEVEREIRO 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 edição da semana passada de “O Canário da Mina” (OCM), já falamos sobre a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) e discutimos o que esperar da política monetária no Brasil ao longo de 2024. Entretanto, sempre que sai a ata da reunião, vale a pena aproveitar a abrangência dos temas discutidos no documento para analisar pontos interessantes dos cenários internos e externos, guiados pelas dúvidas e certezas dos participantes do Copom. Portanto, será este o objetivo do OCM desta semana: expandir cada ponto levantado pela ata, analisando-os mais profundamente.

O Banco Central do Brasil (BCB) sempre inicia seus documentos com uma análise do cenário externo, e dessa vez não foi diferente. Resumindo, podemos dizer que o ambiente internacional ainda requer cuidados, “*exigindo cautela*” segundo a ata, basicamente porque os conflitos geopolíticos podem trazer novos choques de oferta, e o mercado de trabalho continua apertado no mundo — uma preocupação que permeia todo o documento, não se restringindo apenas ao cenário externo.

Com relação ao primeiro ponto, a ata diz que *“A reversão de choques de oferta, a inflação ao produtor bem-comportada na China e nos Estados Unidos e a dinâmica recente de preços de commodities permitem extrapolar um cenário benigno para a inflação de bens. No entanto, permanece grande incerteza sobre a demanda global futura e qual a extensão do movimento residual de preços relativos entre bens e serviços que ainda poderia ocorrer”*. No OCM 38, levantamos essa questão, mostrando que boa parte da redução da inflação, tanto aqui quanto nos Estados Unidos, tem relação direta com a queda nos preços dos bens industriais (chamados apenas de “bens” pela ata) e que os principais fatores que contribuíram para esse movimento foram a deflação na China e a normalização das cadeias de matérias-primas. Ou seja, como esse tipo de bem tem por característica fazer parte dos mercados globais e, por isso, sofrer concorrência externa, faz sentido pensar que, se o preço de uma camisa comercializada na China cair, tudo mais constante, a similar nos EUA tem que seguir o movimento, sob pena de perder mercado. As discussões no Brasil sobre a taxa de compras abaixo de USD 50,00 têm como pano de fundo exatamente essa característica dos bens industriais. Entretanto, na explicação acima frisamos que movimento ocorreria “tudo mais constante”. Será que a ideia de um mercado global de bens seria a mesma se houvesse um aumento explosivo nos fretes? Essa é a preocupação que o BCB externa na ata ao escrever *“Mais recentemente, as tensões geopolíticas e a consequente elevação dos preços de fretes adicionaram incerteza ao cenário prospectivo”*.

Mas o segundo ponto é o mais importante. Como também discutido no OCM 38, o grande problema dos BCs no mundo é a inflação dos serviços, reflexo de um mercado de trabalho apertado. Sobre isso temos na ata que *“a própria dinâmica de crescimento econômico e do mercado de trabalho serão importantes para determinar a velocidade da desinflação de serviços. Tais elementos alimentam o debate sobre a natureza das pressões inflacionárias e potencialmente sobre o ritmo de distensão monetária a ser adotado pelas economias avançadas”*. Essa discussão não se enquadra na questão levantada no parágrafo anterior porque “serviços” não são bens comercializáveis,

portanto não são influenciados pela normalização das cadeias de produção nem pela deflação da China. Pode-se até argumentar que os preços das matérias-primas, usadas pelos prestadores de serviços, são influenciados pelos fatores supracitados, mas o serviço em si não será. Ninguém vai importar um cabeleireiro da China só porque o preço dele é “mais em conta” do que o do cabeleireiro da esquina. Dessa forma, o que determina esses preços são as questões locais. Aqui entra o mercado de trabalho aquecido. Quanto mais difícil estiver contratar alguém ou mais fácil estiver para encontrar um emprego, mais alto será o salário oferecido ou pedido, aumentando a renda e, conseqüentemente, a demanda de todos os bens e serviços. Como os últimos não sofrem concorrência externa, a única forma de reduzir seus preços é desacelerar a economia, enfraquecer o mercado de trabalho, reduzindo os salários e, dessa forma, a renda para gastar. Não é uma constatação legal, mas, como diria Milton Friedman, “*não existe almoço de graça*”.

A parte da ata vista acima sobre o mercado de trabalho se referia ao cenário externo, mas, ao longo do documento, o termo “mercado de trabalho” é citado nove vezes, mostrando a importância do tema não apenas para a política monetária das “economias avançadas”, mas também para a do Brasil. Talvez a parte mais emblemática da ata sobre essa questão seja: “O Comitê notou que o mercado de trabalho segue dinâmico, mas manteve a avaliação de que a ampliação de ganhos reais pode ainda refletir questões temporárias. O Comitê ressalta que é importante seguir monitorando com bastante atenção as diferentes variáveis do mercado de trabalho, em particular com um acompanhamento minucioso da dinâmica dos rendimentos reais, que apresentaram maior crescimento nos últimos meses. O Comitê também discutiu, em maior profundidade, a relação entre o mercado de trabalho e os preços na economia. Destacou-se a causalidade recíproca entre os preços e a dinâmica de rendimentos, suas respectivas defasagens e as elasticidades de impacto de um sobre outro. O Comitê seguirá atento à dinâmica dos rendimentos nas diversas pesquisas para melhor avaliar o grau de ociosidade no mercado de trabalho e seus potenciais impactos sobre a inflação de serviços”. Para a política monetária, existem tipos diferentes de serviços, dependendo de sua sensibilidade aos juros; os que mais interessam para o BCB são os chamados “serviços subjacentes”. Ou seja, para a decisão do Copom, é mais importante o que está acontecendo no mercado de salões de beleza do que no de passagens aéreas. E, apesar de a ata inicialmente dizer que “A inflação cheia ao consumidor, conforme esperado, manteve trajetória de desinflação, assim como as **medidas de inflação subjacente**, que se aproximam da meta para a inflação nas divulgações mais recentes” (grifo nosso), o verdadeiro nível de preocupação do BCB com o tema apareceu na ata no seguinte trecho: “O Comitê notou, no entanto, que há alguns aspectos na dinâmica inflacionária recente que requerem maior escrutínio. O Comitê debateu, em particular, a recente dinâmica da inflação de serviços, **com foco nos seus componentes subjacentes**, e os cenários prospectivos. Alguns membros destacaram a importância de se compreender as contribuições relativas, para a desinflação recente em serviços, do aperto monetário vigente e de um potencial transbordamento das desinflações verificadas em alimentos e bens industriais. A evolução prospectiva do hiato do produto e o comportamento do mercado de trabalho foram considerados, novamente, muito relevantes para determinar a velocidade com que a inflação atingirá a meta. Notou-se que um mercado de trabalho mais apertado, com

*obra*” (grifo nosso). Essa parte da ata não constava no documento da reunião de dezembro, o que demonstra que os resultados dos serviços subjacentes no Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) de dezembro e janeiro acenderam a luz amarela no BCB. Mas o que devemos esperar do comportamento desse grupo daqui para a frente?

Difícil dizer, pois, se por um lado esperamos um arrefecimento do mercado de trabalho e menos incrementos da renda por transferências de renda (até agora, não há nenhuma previsão de reajuste do Bolsa Família), por outro, o salário mínimo teve um reajuste acima da inflação de 2023, e isso é o que chamamos de “preço farol” para a remuneração da economia em geral, particularmente para os salários mais baixos. Mas, de qualquer maneira, o que podemos dizer é que os serviços em geral, e os subjacentes em particular, devem apresentar desaceleração com relação a 2023, contribuindo para a queda da inflação em 2024, mas sem ser o suficiente para trazê-la para a meta.

E a parte fiscal? Uma coisa interessante sobre esse tema é que, apesar de ser extremamente relevante para a política monetária (política fiscal frouxa, política monetária apertada), o BCB tem que ser bastante comedido em seus comentários. A história mostra que toda vez que a autoridade monetária se arvorou do direito de criticar abertamente a condução da política fiscal, tivemos problemas. Por isso, são poucas as referências a essa questão na ata, e todas bastante “proforma”, como na parte a seguir: *“Com relação ao cenário fiscal, tendo em conta a importância da execução das metas fiscais já estabelecidas para a ancoragem das expectativas de inflação e, conseqüentemente, para a condução da política monetária, o Comitê reafirma a importância da firme persecução dessas metas”. Um recado claro, mas anódico e que já constava de documentos anteriores, no melhor estilo “para não fazer marola”.*

Depois de um comunicado totalmente insípido, não dava para esperar uma ata que não fosse inodora, mas, de qualquer maneira, ela deixa alguns recados importantes. O primeiro é que existem questões no processo inflacionário que preocupam o BCB e, se não são suficientes para alterar o plano de voo de cortar os juros em 0,50 p.p. nas reuniões de março e maio, podem ser para reduzir o ritmo de cortes a partir de junho. O documento, ao afirmar que *“O Comitê relembra que não há relação mecânica entre a condução da política monetária norte-americana e a determinação da taxa básica de juros doméstica e que, como usual, o Comitê focará nos mecanismos de transmissão da conjuntura externa sobre a dinâmica inflacionária interna”*, também avisa aos mais “afoitos” que o início da redução dos juros nos EUA não será uma senha para a aceleração do ritmo de cortes por aqui. Portanto, a conclusão final é que *“segue tudo como dantes no quartel de Abranches”*, mas com uma tendência de pisar menos, não mais, no acelerador.

## Frase da Semana

---

*“Tudo seria fácil, não fossem as dificuldades.”*

Aparício Torelly (Barão de Itararé)

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