



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **44**

01 DE MARÇO DE 2024

Inflação de serviços,  
realmente um perigo?

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 é o objetivo de “O Canário da Mina”, artigo semanal que a G5 Partners divulga todas as sextas-feiras. O objetivo é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.

G5 Partners. Além dos resultados.



## Inflação de serviços, realmente um perigo?

A inflação é sempre um tema quente porque impacta a variável mais importante da economia, os juros, e afeta a parte mais sensível do corpo humano, o bolso. Portanto, vamos aproveitar que, na última terça-feira (27/2), foi divulgado o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – 15 (IPCA-15) de fevereiro e discutir o que isso nos diz para o IPCA de fevereiro, a inflação de 2024 e a política monetária do Banco Central do Brasil (BCB).

O IPCA-15 de fevereiro variou 0,78%, abaixo das projeções do mercado (0,82%, segundo o Broadcast), mas ligeiramente acima de nosso número (0,77%). O grande destaque do resultado foi o grupo ‘Educação’, que, por uma questão metodológica, incorpora o aumento das mensalidades escolares de forma integral em fevereiro, não havendo diferimento – como ocorre, por exemplo, com os reajustes de ‘Plano de saúde’. Com isso, o subgrupo ‘Cursos regulares’, que engloba o que pensamos como mensalidades escolares<sup>1</sup>, subiu 6,13%, impactando o índice geral em 0,27 p.p. Se, por acaso, alguém tiver curiosidade de saber o tipo de curso que mais subiu, pensando na educação dos filhos, a resposta é ‘Ensino Médio’, com alta de 8,58%. Mas o grupo ‘Educação’ não foi o único com alta forte em fevereiro; o grupo ‘Alimentação e bebidas’ subiu 0,97%, contribuindo com 0,21 p.p. para o índice geral. Ou seja, apenas esses dois grupos representaram mais de 65% de todo o IPCA-15 de fevereiro. Entretanto, apesar de ambos terem sido destaques do resultado, o comportamento deles até o final do mês vai ser diferente, e essa distinção será determinante para que o IPCA de fevereiro venha menor que o IPCA-15.

Também por questões metodológicas, o resultado do grupo ‘Educação’ no IPCA-15 é repetido no IPCA de fevereiro, de modo que o impacto para o índice de fechamento do mês já está dado. Por outro lado, o grupo ‘Alimentação e bebidas’ vai continuar a desaceleração que vemos desde o IPCA de janeiro, passando de 0,97% no IPCA-15 para 0,80%. A combinação desses dois fatores parece ser suficiente para que o IPCA de fevereiro fique em 0,72%, abaixo, portanto, do 0,78% do IPCA-15 do mesmo mês.

A desaceleração do grupo ‘Alimentação e bebidas’ era esperada, pela perda de força do impacto do El Niño sobre os alimentos. Entretanto, é exatamente a possibilidade da ocorrência de outro efeito climático, desta vez o La Niña, que nos leva a prever 4,0% para o IPCA em 2024, número acima dos 3,80% esperados pelo mercado segundo a última pesquisa Focus. A média de variação anual desse grupo no século XXI é de 7,7%, e, em um ano em que poderemos ter a ocorrência de dois fenômenos climáticos em sequência, parece-nos pouco provável que o resultado do grupo fique muito abaixo desse valor. A boa notícia é que esse tipo de ocorrência deveria ser considerado pelo BCB como um choque de oferta e, conseqüentemente, não deveria alterar o processo de redução de juros em vigor. Por isso, acreditamos que o maior perigo para a política monetária em 2024 não será a inflação do grupo ‘Alimentos’, mas a persistência da inflação de ‘Serviços’.

<sup>1</sup> Creche; Pré-escola; Ensino Fundamental; Ensino Médio; Ensino Superior; Pós-graduação; Educação de jovens e adultos; Curso técnico.

A inflação de 'Serviços' é um problema mundial, como mostramos no OCM 38, reflexo de outro movimento global, o fortalecimento do mercado de trabalho. Muitos artigos acadêmicos ainda serão escritos para explicar o porquê de as taxas de desemprego estarem em níveis tão baixos no Brasil, nos Estados Unidos, na Zona do Euro, no Reino Unido etc., mesmo com a alta dos juros em todos esses lugares. Podemos pensar em várias explicações — por exemplo, as transferências monetárias feitas durante a pandemia —, entretanto o que queremos entender aqui não é a causa, mas sim a consequência: para uma inflação acumulada em 12 meses no IPCA-15 de 4,49%, temos uma inflação de 'Serviços' de 5,43%.

O primeiro ponto que temos que levar em consideração é que nem todos os serviços do IPCA-15 (ou IPCA) são relevantes para a política monetária. O item 'Passagens aéreas', por exemplo, é extremamente volátil e tem por trás fatores muito mais importantes do que os juros altos, como preços do querosene de aviação. Por isso, o BCB privilegia um recorte de 'Serviços' chamado de 'Serviços subjacentes', itens do IPCA-15 (IPCA)<sup>2</sup> mais aderentes à política monetária. Aqui está o motivo para nossa preocupação com o resultado do IPCA-15 desta semana. Enquanto o grupo 'Serviços', apesar de alto, vem desacelerando há dois meses em seu acumulado em 12 meses, o subgrupo 'Serviços subjacentes' há três meses só faz acelerar nessa métrica, passando de 4,60% em novembro de 2023 para 5,00% em fevereiro de 2024. Mesmo a variação mensal, que apresentou uma ligeira desaceleração (de 0,68% para 0,65%), está em patamares que não eram vistos desde agosto de 2022. Para piorar, a média móvel trimestral dessazonalizada e anualizada — a métrica que gostamos de acompanhar, por nos dar uma ideia de tendência — passou de 5,1% em janeiro para 5,8% em fevereiro, a quarta alta seguida. Ou seja, por qualquer forma de cálculo que se observe, o subgrupo da inflação que mais tem preocupado o BCB vem piorando.

Mas não é apenas o número em si que tem preocupado o BCB; o motivo também tem sido fonte de atenção. Na última ata do Comitê de Política Monetária (Copom) estava escrito: *"Notou-se que um mercado de trabalho mais apertado, com reajustes salariais acima da meta de inflação, pode potencialmente retardar a convergência da inflação, impactando notadamente a inflação de serviços e de setores mais intensivos em mão de obra"*. Portanto, fica claro que o BCB está muito preocupado com a dinâmica de 'Serviços intensivos em mão de obra', que têm uma relação estreita com o mercado de trabalho e os ganhos reais de salários. Então, vamos verificar como esse grupo está se comportando e ver se podemos ser otimistas com relação a uma reversão dessa piora da inflação de 'Serviços'.

Primeiro temos que definir o que seriam 'Serviços intensivos em mão de obra'. No Relatório Trimestral de Inflação (RTI) de dezembro de 2013<sup>3</sup>, o BCB definiu esse grupo como formado pelos seguintes itens do IPCA: 'Mão de obra', 'Médico', 'Dentista', 'Fisioterapeuta', 'Psicólogo', 'Costureira', 'Manicure', 'Empregado doméstico' e 'Cabeleireiro e barbeiro', que pesam 5,92% do IPCA, 16,65% de 'Serviços' e 28,23% de 'Serviços subjacentes'. Agora, vamos aos números. Após sete meses de desaceleração, o acumulado em 12 meses de 'Serviços intensivos em mão de obra' atingiu o piso recente em outubro do mês passado (5,01%). A partir daí engatou uma recuperação, chegando a

<sup>2</sup>Alimentação fora do domicílio; Aluguel residencial; Condomínio; Mudança; Consertos e manutenção; Transporte escolar; Seguro voluntário de veículo; Conserto de automóvel; Estacionamento; Pintura de veículo; Aluguel de veículo; Serviços médicos e dentários; Serviços laboratoriais e hospitalares; Costureira; Manicure; Cabeleireiro e barbeiro; Depilação; Despachante; Serviço bancário; Sobrancelha; Clube; Tratamento de animais (clínica); Casa noturna; Serviço de higiene para animais; Cinema, teatro e concerto.

<sup>3</sup><https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/201312/RELINF201312-ri201312b3p.pdf>

dezembro de 2023 com variação de 5,48%, desacelerando para 5,34% em janeiro de 2024. Portanto, ao que parece, podemos estar vendo uma nova tendência de desaceleração desse grupo. Será? Para responder a essa pergunta, precisamos aguardar a divulgação do IPCA de fevereiro (12/3), mas, mais importante do que isso, temos que ver o que esperamos para o mercado de trabalho em 2024.

Como supracitado, se houve alguma variável que surpreendeu ao longo de 2023, foi a taxa de desemprego. Mesmo com o aumento da Selic média tendo passado de 12,63% a.a. para 13,25% a.a., entre 2022 e 2023, a taxa de desemprego média foi de 9,6% para 7,8% na mesma base de comparação. Com relação ao 'Rendimento médio real habitual', após crescer 8,3% em 2022, desacelerou seu ritmo de crescimento para 3,1% em 2023. Portanto, não pode ser considerado surpreendente que o pico recente do grupo 'Serviços intensivos em mão de obra' tenha ocorrido em abril do ano passado (6,85%). Mas o que podemos esperar daqui para a frente? A expectativa é de que a taxa de desemprego fique relativamente estável em 2024, levando o 'Rendimento médio habitual' a manter um crescimento ao redor de 3,00%, uma boa indicação de que os 'Serviços intensivos em mão de obra' devem manter sua desaceleração. Em nossas projeções, esse grupo deve variar 3,7%, o que seria compatível com uma alta ao redor de 3,5% tanto para 'Serviços' quanto para 'Serviços subjacentes'.

A conclusão é que, como tem repetido Roberto Campos, o mais difícil no processo de desinflação é a "última milha", e esta é exatamente a mais complicada porque diz respeito à inflação de serviços. Além disso, como vimos nos últimos resultados, a convergência desse grupo não é linear, e más notícias aparecem. Entretanto, mesmo com todos esses "poréns", acreditamos que os recentes desvios de rota da inflação de serviços não serão suficientes para alterar a política de diminuição dos juros do BCB. Por outro lado, reforçam nossa percepção de que, após as reduções de 0,50 p.p. nas duas próximas reuniões (março e maio), prometidas no último comunicado do Copom, o BCB deverá diminuir o ritmo de cortes para 0,25 p.p. a partir da reunião de junho, com a Selic fechando 2024 em 9,0% a.a.

## Frases da Semana

*"As coisas mudam no devagar depressa dos tempos."*

Guimarães Rosa

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