



CARTA SEMANAL

O Canário
da Mina **57**

31 DE MAIO DE 2024

*O conundrum das
expectativas de inflação*

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.



O *conundrum* das expectativas de inflação

A inflação corrente está desacelerando, enquanto as expectativas estão subindo. Um aparente *conundrum*¹ com impactos relevantes sobre a política monetária brasileira. Por isso, aproveitando que nesta semana mais curta, com feriados aqui e nos Estados Unidos, foi divulgado o IPCA-15 de maio, vamos usar a edição de hoje de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir o que está por trás dessa aparente dicotomia e quais são as chances de resolvê-la no curto prazo.

Vamos começar com a inflação corrente e, para isso, vamos analisar o IPCA-15 de maio, divulgado na última terça-feira (28/5). O IPCA-15 de maio subiu 0,44%, um número que, apesar de vir abaixo do 0,47% esperado pelo mercado e de nossas projeções (0,46%), acelerou com relação ao 0,21% apurado em abril. Entretanto, essa aceleração tem algumas explicações pontuais. A primeira vem do item ‘Passagem aérea’, que saiu de uma deflação de 12,20% no mês passado para uma inflação de 6,04% neste IPCA-15, contribuindo com 0,12 p.p. para a diferença entre os dois meses. Outro item que chamou a atenção foi ‘Gasolina’, que, ao passar de uma deflação de 0,11% para uma alta de 1,90%, puxou para cima o índice de maio em 0,10 p.p. na comparação com o de abril. Ou seja, podemos explicar a piora do IPCA-15 entre abril e maio com apenas dois itens. Portanto, o primeiro ponto que temos que considerar ao analisar a inflação corrente é que a aceleração da inflação em maio não é uma “prova” de que a inflação está pior, mas o resultado da alta de dois itens que tiveram altas pontuais após um mês de deflação. Uma prova desse ponto é que, mesmo com a aceleração da inflação mensal, o acumulado em 12 meses desacelerou de 3,77% para 3,70%, reflexo do IPCA-15 de maio de 2023, que variou 0,51%.

Esmiuçando o acumulado em 12 meses, visto no parágrafo anterior, temos mais uma prova de que a inflação corrente está em um bom momento. Ele só está em 3,70% porque os ‘Preços administrados’ subiram 5,82%, dado que os ‘Preços livres’ estão em 2,98% — abaixo, portanto, da meta de 3,00% e no menor patamar desde agosto de 2020. Outra forma de calcular a inflação, os núcleos também apresentam resultados expressivos. Como são muitos tipos de núcleos, o próprio Banco Central do Brasil (BCB) indicou que acompanha uma média de cinco deles², e essa média passou de 3,61% em abril para 3,50% em maio, o 22º mês seguido de desaceleração e o menor nível desde março de 2021.

Só que nem tudo são flores nesse IPCA-15 de maio. Os ‘Serviços subjacentes’, apesar de terem desacelerado com relação a abril (de 0,38% para 0,31%), ainda estão bem altos no acumulado em 12 meses: 4,79%. Certamente reflexo de outro subgrupo dos ‘Serviços’, os ‘Serviços intensivos em mão de obra’, que acumulam alta de 5,56% nos últimos 12 meses. Podemos ter duas explicações para o desempenho ruim desses dois grupos, vis-à-vis ao restante da inflação: uma conjuntural e outra histórica.

A conjuntural é que no momento o mercado de trabalho está extremamente “apertado”, com a taxa de desemprego

¹ Palavra que pode ser traduzida como enigma e foi popularizada no mercado pelo presidente do Federal Reserve (Fed) entre 1987 e 2006, Alan Greenspan.

² IPCA-DP, IPCA-MS, IPCA-EX0, IPCA-EX3 e IPCA-P55.

dessazonalizada no menor patamar desde fevereiro de 2015. Mercado de trabalho “apertado”, aumento dos salários, e, como o setor de ‘Serviços’ é o mais intensivo em mão de obra, é o que mais absorve esse aumento. Já a histórica é que, como a taxa de desemprego é uma variável defasada, ela é a que mais tempo demora para se ajustar; consequentemente, pelo mesmo motivo anterior, a inflação dos ‘Serviços’ demora mais a arrefecer. Além disso, como os salários são indexados à inflação passada, existe uma inércia maior nos preços dos serviços do que em outros preços da economia; por isso, normalmente a variação em 12 meses do grupo ‘Serviços’ costuma ser maior do que a inflação dos ‘Preços livres’³. Pegando uma amostra desde o início do século XXI, essa afirmação é verdadeira em 62% dos meses, mas, se tirarmos o período da pandemia, quando os *lockdowns* praticamente inviabilizaram o funcionamento do setor de serviços, esse percentual chega a 71%. Portanto, juntando as questões conjunturais e históricas, não surpreende que a inflação de ‘Serviços’ demore mais para convergir para a meta. Mas existe um fator adicional, acrescentado durante a pandemia, que pode explicar por que a inflação de ‘Serviços’ se tornou um problema mundial: o realinhamento dos preços relativos.

O diretor do BCB, Paulo Picchetti, falou sobre isso há pouco mais de um mês⁴, e os dados parecem estar a seu lado. A inflação dos ‘Serviços subjacentes’ no IPCA-15 acumulou em 12 meses, até maio, uma inflação de 4,79%. Se pegarmos o “Supercore” do CPI (Consumer Price Index) americano até abril, chegamos a 4,85%. Coincidência? Ao mesmo tempo, enquanto o grupo ‘Produtos industriais’ acumula 0,14% de alta nos últimos 12 meses no Brasil, seu similar nos EUA apresenta deflação de 0,78%. Se essa teoria estiver correta, houve uma mudança de nível entre os preços de bens e serviços, com os primeiros subindo muito mais que os últimos durante a pandemia. Como não estamos falando apenas de variação, mas de nível, agora os serviços têm que subir mais do que os bens para voltar para a tendência anterior. Esse será um experimento interessante de ver, porque houve um choque que afetou a maioria dos países de forma similar, o que gerou alguns comportamentos parecidos, como esse dos ‘Serviços subjacentes’. A incerteza em tal teoria é que não sabemos como se dará esse reequilíbrio. Se fomos voltar para a tendência anterior, temos um problema, porque ou o preço dos bens vai ter que cair muito, ou os serviços vão manter uma variação mais alta que a média da inflação durante um bom tempo. O mais provável é que se estabeleça uma nova tendência, mas isso pode ser mais um desejo do que uma certeza.

Bem, gastamos bastantes caracteres para entender o que está acontecendo com a inflação corrente; porém, se o leitor quiser saber para onde vão os juros no Brasil, nada do que foi apresentado até agora importa, porque a política monetária deixou de ser quantitativa para se tornar qualitativa. E isso tem tudo a ver com a desancoragem das expectativas de inflação.

Desde 17 de julho de 2023, a expectativa de inflação para 2025 estava relativamente estável em 3,50%. Já desancorada com relação à meta de 3,00%, mas considerada aceitável para o risco de troca de comando do BCB no início de 2025. Entretanto, a partir de 15 de março de 2024, ela começou a se mover para cima e, um mês depois, chegou a 3,75%. Isso poderia ser apenas algum fator pontual mapeado pelo mercado, ou mesmo um “efeito planilha”⁵, mas, nos últimos dias, a expectativa para 2026 também se moveu dos 3,50% para 3,58%, e aqui nenhum

³ Pegamos os “preços livres”, e não a “inflação cheia”, porque esta tem a influência dos “preços administrados”, que estão sujeitos a choques, tanto para cima quanto para baixo, e não são influenciados pela política monetária.

⁴ <http://broadcast.com.br/cadernos/politico/?id=UDd6YzV5YzJOeHJwYVBRy2RzMFhaz09>.

⁵ Os analistas começam a planilhar os itens de inflação individualmente.

desses fatores tem impacto. Então, o que pode ter provocado esse processo de desancoragem das expectativas?

A resposta foi dada pelo próprio Roberto Campos, em uma apresentação feita na última segunda-feira (27/5): política fiscal, sucessão do BCB, polêmica da meta, cenário externo e tragédia no Rio Grande do Sul.

Interessante notar que nenhuma das explicações acima tem relação direta com a inflação corrente. Todas são fatores exógenos à política monetária e, exceto a questão da política fiscal, para a qual não há dúvidas de que “política fiscal frouxa requer política monetária mais apertada”, nas demais o BCB pouco pode fazer para dirimir as dúvidas. Mesmo na questão da meta, que voltou novamente à discussão, após as falas de Fernando Haddad⁶, ele é apenas um de três votos do Conselho Monetário Nacional (CMN), podendo participar da discussão, mas, se houver uma decisão do governo para mudar a meta, também pouco pode fazer.

Além disso, o tempo está “contra” o BCB. Exceto a decisão sobre a meta, que vai acontecer na reunião do CMN ao final de junho, e a política fiscal, que já sabemos que houve uma mudança na meta de superávit para 2025, todas as outras três razões listadas por Roberto Campos levarão mais tempo para se resolverem: o cenário externo, eufemismo para a política monetária americana, será um problema pelo menos até setembro, quando existirá a primeira “janela de oportunidade” para o Fed iniciar os cortes de juros; a tragédia no Rio Grande do Sul é outro evento cujos impactos reais só saberemos nos próximos meses e que, mesmo assim, continuará trazendo dúvidas, porque atingirá a economia brasileira em várias dimensões; a sucessão do BCB é, como dissemos no OCM 55, o típico “dilema da prova do pudim”, por isso provavelmente não se encerrará com a escolha do novo presidente, uma vez que ele terá que se provar como presidente do BCB para acalmar o mercado.

A conclusão final é que, neste momento, não são os dados de inflação que vão mover a política monetária, mas as expectativas. A célebre frase *“a mulher de César não basta ser virtuosa, tem que parecer ser virtuosa”* vale perfeitamente para situação do BCB, pelo menos enquanto as questões listadas acima não se resolverem. Ou mesmo depois. O novo presidente da instituição vai ter que se provar antes de esse assunto ser visto como encerrado pelo mercado. Ou seja, durante um bom tempo teremos que olhar mais para o Focus do que para as divulgações do IPCA se quisermos saber para onde vai a política monetária por aqui.

⁶ <https://valorglobo.com/brasil/noticia/2024/05/23/haddad-fala-em-ruídos-e-chama-de-inimaginavel-meta-de-inflacao-de-3ghtml>.

Frase da Semana

“O que espero, senhores, é que, após um razoável período de discussão, todo mundo concorde comigo.”

Winston Churchill

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,75
USDBRL	5,28	4,86	5,20
PIB (%)	3,00	2,90	2,10