



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **70**

30 DE AGOSTO DE 2024

A trilogia da política monetária:
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.



A trilogia da política monetária: inflação

As pessoas gostam de trilogias. No cinema já existem algumas famosas, como *De volta para o futuro* ou *O poderoso chefão*; na literatura, podemos citar *Escravidão*, de Laurentino Gomes, e *O século*, de Ken Follett. Partindo da ideia de que a política monetária também poderia ter sua trilogia, vamos usar a edição desta semana de “O Canário da Mina” (OCM) para fazer o segundo capítulo de uma história que começou no OCM 68, com a questão da atividade, e vai se encerrar na semana que vem, com o problema fiscal. No “capítulo” de hoje, vamos aproveitar a divulgação do IPCA-15 de agosto, para falar do objetivo precípua de qualquer Banco Central: a inflação.

Podemos dizer que o IPCA-15 de agosto acabou sendo um resultado bom. O 0,19% apurado veio em linha com o esperado, e os resultados qualitativos mostraram um quadro melhor do que aquele verificado em julho, mas, mesmo assim, nada que possa tranquilizar o Banco Central do Brasil (BCB). Vamos aos números.

O resultado de 0,19% de agosto mostrou uma desaceleração com relação ao 0,30% de julho; e o mesmo aconteceu com o acumulado em 12 meses, que passou de 4,45% para 4,35% – afastando-se, portanto, do teto do intervalo de variação da meta de inflação (4,50%). Só que esse número acabou sendo um cabo de guerra entre os alimentos e os combustíveis, com o subgrupo ‘Alimentação no domicílio’ apresentando deflação de 1,30%, enquanto o subgrupo ‘Combustíveis (veículos)’ subia 3,47%. Notem que, apesar de as variações serem diferentes, o impacto do primeiro no índice foi negativo em 0,20 p.p., enquanto o do último foi de 0,21 p.p. para cima, ou seja, um índice formado por apenas esses dois subgrupos teria variação próxima de zero em agosto. Só que tanto a ‘Alimentação no domicílio’ quanto os ‘Combustíveis (veículos)’ foram influenciados por questões que nos impedem de traçar uma tendência para o futuro: a sazonalidade, no primeiro caso; e o aumento dos preços da Petrobras, no segundo. Além disso, obviamente o IPCA-15 não é formado por esses dois subgrupos. Portanto, temos que buscar informações mais “confiáveis” nos chamados “dados qualitativos”.

Os mais importantes deles são os núcleos da inflação, calculados para tirar, de alguma forma, os itens mais voláteis, como os alimentos, e aqueles que apresentam uma variação pontual expressiva, como os combustíveis. Já que o BCB calcula uma miríade de núcleos, foram selecionados 5 deles¹ para fazer uma média que é a estatística comumente acompanhada pelo mercado. Aqui também tivemos uma desaceleração com relação ao mês anterior, com a média dos 5 núcleos passando de 0,34%, em julho, para 0,29% em agosto. Entretanto, apesar de uma desaceleração sempre ser boa, o nível ainda é alto. Por exemplo, se esse nível for mantido nos próximos 12 meses, a inflação medida pelos 5 núcleos será de 3,55%, bem abaixo dos 4,35% do acumulado em 12 meses atual, mas ainda acima da meta de 3,00%.

Outro ponto importante a ser considerado é “a quantas anda” a inflação de ‘Serviços’. Tal fato é relevante não só porque esse grupo pesa quase 36% do índice geral e mais da metade dos ‘Preços livres’, mas, principalmente,

¹ IPCA-DP (o IPCA dupla ponderação), IPCA-MS (médias aparadas com suavização), o IPCA-EXO (que expurga do índice os alimentos e os preços administrados), o IPCA-EX3 (agrega as medidas subjacentes de Serviços e Bens industriais) e o IPCA-P55 (núcleo do percentil 55).

porque são os 'Serviços' que têm uma inércia maior entre os componentes da inflação e, na conjuntura atual, os mais influenciados pelo mercado de trabalho apertado. Com relação a esse grupo, o IPCA-15 de agosto também trouxe boas notícias, com o resultado mensal tendo passado de 0,70% em julho para 0,29%. Só que esse dado deve ser visto com cautela, uma vez que tanto a alta de 0,70% quanto a desaceleração para 0,29% têm "nome e sobrenome": 'Passagens aéreas'. Em julho esse item subiu 19,21%, enquanto em agosto caiu 4,63%, contribuindo com 0,48 p.p. para o 0,41 p.p. de redução no grupo entre um mês e outro. Por isso vale a pena olhar uma espécie de núcleo do grupo 'Serviços', chamado de 'Serviços subjacentes'. A boa notícia é que esse núcleo também teve um comportamento benigno, passando de 0,58% para 0,39%.

Portanto, podemos classificar o IPCA-15 de agosto como bom. Entretanto, mesmo assim, não pode ser considerado um "divisor de águas" para a reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) de setembro (18/9). Nas palavras do próprio presidente do BCB, Roberto Campos Neto, em um evento na quarta-feira (28/8): "O IPCA-15 veio um pouco melhor, mas ainda não nos dá conforto". Mas por que esse comentário? Talvez porque, mesmo melhor, o acumulado em 12 meses do índice ainda está em 4,35%, 1,35 p.p. acima da meta, em grande parte devido ao grupo 'Serviços', que acumula 5,13% no mesmo período, sendo responsável por 42% do resultado geral. Mas o pior nem é isso. O pior é ver que não há uma grande evolução no sentido da convergência para a meta. Por exemplo, no IPCA-15 de agosto de 2023, o acumulado em 12 meses dos 'Serviços' estava em 5,37%, apenas 0,24 p.p. acima do nível atual, mostrando uma desaceleração muito gradual. O que também não deve deixar o BCB confortável é notar que o nível atual de variação em 12 meses do 'Índice geral' foi alcançado com uma variação de apenas 1,06% dos 'Bens industriais'. Será que esse grupo vai manter tal desempenho após uma desvalorização de 11,8% do real no mesmo período? Provavelmente não. Mas não é essa a pergunta mais importante. O que temos que discutir é: por que os 'Serviços' demonstram uma resistência tão grande para convergir para a meta?

A resposta mais imediata seria: o mercado de trabalho apertado. Entretanto, acreditamos que isso é mais consequência do que causa. Para nós o principal fator que impede os 'Serviços' de convergirem para a meta é a política de valorização do salário mínimo.

Só para lembrar, a regra atual foi criada em 2003, durante o primeiro mandato do presidente Lula, e prevê que o salário mínimo será reajustado pelo acumulado em 12 meses do INPC até novembro acrescido da variação do PIB de dois anos antes. Portanto, o aumento de 6,97% no salário mínimo de 2024 foi composto pela variação de 3,85% do INPC acumulado em 12 meses até novembro de 2023 e pelo crescimento de 3,12% do PIB em 2022 (depois revisto para 3,01%). Aqui já fica claro o primeiro problema: a regra de correção do salário mínimo é pró-cíclica. Ou seja, se o Brasil estiver crescendo, o salário mínimo ajuda a "perpetuar" esse crescimento por sua regra de correção. Mas não é isso que se pretende? Sim. Uma boa notícia para o PIB e para a distribuição de renda, mas não para o controle de inflação. Então chegamos ao segundo problema: o salário mínimo é o que chamamos de "preço farol", ou seja, ele baliza os demais salários da economia. Não é raro ouvir alguém dizer que recebe "tantos" salários mínimos. Esse problema é amplificado pelo nosso terceiro: os benefícios previdenciários são corrigidos pelo salário

² É claro que alguns itens aceleraram entre um mês e outro, para compensar em partes a desaceleração das 'Passagens aéreas', notadamente aqueles do grupo 'Educação', que passou de 0,06% para 0,75%, puxando o grupo 'Serviços' em 0,12 p.p. entre um mês e outro.

mínimo. Aqui entram as aposentadorias e pensões do INSS, BPC (Benefício de Prestação Continuada) e auxílio-doença. Segundo o INSS, são aproximadamente 40 milhões de brasileiros que recebem algum desses benefícios previdenciários. Obviamente pode haver alguma dupla contagem, mas esse número representa 23% da População em Idade Ativa (PIA)³. Portanto, há um pedaço relevante dos consumidores brasileiros tendo ganhos reais. Além disso, como estão, na sua grande maioria, fora do mercado de trabalho, não geram um ganho de produtividade que os compense. Para piorar, como a regra é pró-cíclica, acaba sendo um contrapeso para a política monetária. Enquanto o BCB tenta desacelerar a economia por um lado, o salário mínimo mantém a chama acesa do crescimento por outro. Mais renda, mais consumo, mais crescimento, mais emprego. É tanta pressão altista, que a pergunta nem deveria ser por que a inflação de ‘Serviços’ não desacelera, mas por que, mesmo assim, ainda está desacelerando. Talvez seja ganho de produtividade, talvez o impacto das “Bets”, mas, de qualquer maneira, a inflação de ‘Serviços’ está alta, o que impede o ‘Índice geral’ de convergir para a meta.

Muito se fala do impacto da política atual de valorização do salário mínimo nas contas públicas, mas falta mencionar o quanto ela atrapalha a inflação. Para o ano que vem, considerando que a inflação acumulada em 12 meses até novembro fique ao redor de 4,20% e, levando em conta que o crescimento de 2023 foi de 2,90%, estamos falando de um reajuste de 7,10% no salário mínimo – acima, portanto, daquele concedido em 2024. Como trazer a inflação para a meta de 3,0% com um vento contrário como esse? Apenas com juros mais altos por mais tempo.

No primeiro “volume” de nossa trilogia, mostramos que o nível de atividade está mais forte do que o esperado, com nossa projeção de 2,5% para o crescimento do PIB em 2024 parecendo mais piso do que teto. Agora, mostramos que a inflação continua um problema sério, mesmo com um IPCA-15 que trouxe certo alívio, após uma sequência de resultados ruins. Na semana que vem, de posse do orçamento de 2025, vamos falar da questão fiscal, mas os dois primeiros “volumes” de nossa trilogia corroboram a percepção de que o BCB vai elevar os juros na reunião de setembro – se não pela questão da credibilidade, pela situação macroeconômica mesmo.

Frase da Semana

“Nunca se desespere, nunca comemore antes e nunca abandone o seu posto antes do fim da batalha.”

Sarah Westphal

³ Segundo a definição do IBGE, pessoas com 14 anos ou mais.

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,20	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	11,25	10,00
USDBRL	5,28	4,86	5,30	5,50
PIB (%)	3,00	2,90	2,50	2,00