



CARTA SEMANAL

—  
O Canário  
da Mina **92**

14 DE FEVEREIRO DE 2025

A última impressão é a que fica

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 última impressão é a que fica

Hoje não vamos falar de Donald Trump. Não por falta de coisas a serem ditas sobre o presidente americano – elas sempre existem – mas porque, das seis edições de “O Canário da Mina” (OCM) escritas em 2025, metade tinha “Trump” no título, e apenas uma não falava dele diretamente. Portanto, está na hora de focar outros assuntos também muito importantes; e o OCM de hoje abordará a inflação. Nesta semana, tivemos a divulgação do IPCA de janeiro e, a partir desse número, vamos discutir vários tópicos, como a política monetária e a popularidade de Lula.

O IPCA de janeiro apresentou uma variação de 0,16%, o que representou uma desaceleração expressiva com relação ao 0,52% de dezembro. Uma boa notícia, correto? Na verdade, não. Esse resultado só foi alcançado devido à deflação de 14,21% do item ‘Energia elétrica residencial’, que só teve esse resultado por causa do “bônus de Itaipu”. Se não houvesse esse benefício na conta de luz, a inflação do mês ficaria em 0,71%. Entretanto, isso não seria problema, se não existisse um “pequeno” detalhe – o diabo sempre mora nos detalhes: em fevereiro esse bônus desaparecerá e, a princípio, a variação negativa de janeiro se transformará em um impacto positivo de mesma proporção no próximo resultado. Como consequência, a inflação de fevereiro deverá ficar ao redor de 1,30%, o maior nível para o mês desde 2003 e o maior valor para um mês qualquer desde o 1,62% de março de 2022. Com isso, no primeiro bimestre de 2025, teríamos uma inflação média de 0,73%, totalmente incompatível com o nível mensal de 0,25%, necessário para alcançar a meta de 3,0%.

Perspectivas muito ruins, mas são apenas perspectivas. Talvez estejamos errados e a inflação de fevereiro seja menor que o 1,30% do parágrafo anterior e, portanto, a média para o primeiro bimestre do ano seja mais baixa. Por isso, não são os cálculos supracitados que devem tirar o sono do Banco Central do Brasil (BCB), mas outros dados que podem ser extraídos do próprio resultado de janeiro.

Estamos nos referindo aos chamados “dados qualitativos”, que têm esse nome porque são a melhor forma de averiguar a “qualidade” do resultado. Pois bem. No IPCA de janeiro, ao contrário do índice geral, a maior parte dos “dados qualitativos” aceleraram entre dezembro de 2024 e janeiro de 2025. Por exemplo, a ‘Média dos núcleos’ passou de 0,58% para 0,61%, enquanto os ‘Serviços subjacentes’ foram de 0,67% para 0,80%, sendo esse o patamar mais alto para o grupo desde junho de 2022. Mas é olhando a situação do acumulado em 12 meses desses dois “dados qualitativos” que vemos como a situação da inflação está se deteriorando rapidamente. Em julho de 2024, ou seja, seis meses antes, a ‘Média dos núcleos’ apresentava variação de 3,83% em 12 meses, valor que passou para 4,54% em janeiro de 2025. Situação semelhante à dos ‘Serviços subjacentes’, que passaram de 4,91% para 5,94%, na mesma base de comparação. Para apimentar ainda mais essa discussão, a recente desvalorização do real vem pressionando também os ‘Bens industriais’, que vinham impedindo uma piora ainda mais expressiva da inflação brasileira. Fazendo também a comparação entre julho de 2024 e janeiro de 2025, o acumulado em 12 meses

do grupo passou de 1,29% para 2,97%, aumentando ainda mais a pressão sobre a inflação e, conseqüentemente, sobre a política monetária do BCB.

Como diria o ditado, “uma andorinha só não faz verão”, mas o resultado de janeiro, apesar de baixo, veio corroborar a sensação de que o movimento de convergência da inflação para a meta de 3,0% foi interrompido. E o pior é que já estamos em um processo de aceleração, com o IPCA ultrapassando o teto do intervalo de variação de 4,5% e sem perspectiva de que retorne no curto prazo. Nesse sentido, é especialmente preocupante o caso dos ‘Serviços’. Segundo nossos cálculos, quase metade dos 4,77% acumulados no ano passado do grupo vieram da inércia, que nada mais é do que um reflexo da indexação da economia. Interessante notar que, segundo esse nosso estudo, o impacto desse item é quase seis vezes maior do que aquele vindo do hiato do produto. Portanto, de forma resumida, parece ser muito mais importante para a inflação de serviços em 2025 o aumento de 7,5% do salário mínimo do que a desaceleração da economia esperada para o segundo semestre do ano. Com isso em mente, revimos nossa projeção para o IPCA de 2025 de 4,8% para 5,0%, com a expectativa de que, se estivermos errados, a inflação do ano fique acima desse valor.

Poderíamos acabar o OCM de hoje por aqui, mas, além de ele ficar muito pequeno, deixaríamos de discutir uma questão que vem sendo levantada por muitos clientes: “por que a inflação que eu sinto é bem maior do que a que o IPCA indica?”. Além disso, vamos aproveitar o “gancho” e associar a resposta a essa pergunta à popularidade do presidente Lula.

Primeiramente, é bom frisar que não acreditamos em manipulações dos dados, por dois motivos. O primeiro é que os dados estão divergindo das projeções, o primeiro sinal normal de manipulação, mas não para melhor, e sim para pior. Portanto, não faria sentido interferir nos números para mostrar uma economia em pior estado do que o real. O segundo é que as reclamações sobre a direção do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), segundo sinal normal de manipulação, se referem a questões de gerenciamento da empresa, e não dos dados. Posto isso, vamos focar a discussão na “inflação do supermercado”.

Chamamos de “inflação do supermercado” a combinação dos grupos ‘Alimentação no domicílio’ e ‘Artigos de limpeza’, que no fim é a inflação do dia a dia do consumidor brasileiro. Ninguém percebe no cotidiano se o preço do ‘Automóvel novo’ subiu, mas tem a real noção do que ocorre com os preços do ‘Tomate’, da ‘Carne’, do ‘Detergente’ ou do ‘Sabão em pó’, porque os consumidores lidam com isso diariamente. Por esse motivo, é interessante ver se a sensação da população, de que a “inflação do supermercado” realmente piorou nos últimos meses, se comprova e verificar se uma máxima da ciência política – de que o eleitor só se lembra de notícias que aconteceram nos últimos três meses – vale também para a inflação.

Segundo nossos cálculos, a “inflação dos supermercados” fechou o ano passado em 7,3%. Um patamar elevado, mas compatível com o aumento da renda de 9,8% em 2024. Entretanto, se pegarmos o acumulado apenas dos últimos três meses do ano passado e anualizarmos, para auferir o verdadeiro sentimento inflacionário, veremos que a “inflação do supermercado” subiu 22,4%. Um ritmo realmente forte e incompatível com a sensação de aumento de renda por parte do trabalhador. Para piorar, o trimestre imediatamente anterior apresentou um ritmo da inflação – na verdade deflação, medida da mesma forma anterior – de 6,4%. Portanto, o choque foi ainda maior. Situação semelhante vemos em outro hábito importante do consumidor, a ‘Alimentação fora do domicílio’. Só que, em vez de pegar o grupo inteiro, selecionamos três itens que consideramos o “PF da hora do almoço”: ‘Refeição’, ‘Refrigerante e água mineral’ e ‘Cafezinho’. No ano, a “inflação do PF da hora do almoço” ficou em 5,7%, só que o padrão visto na “inflação do supermercado” se repetiu. O resultado do quarto trimestre ficou em 11,2%, depois de ter subido “apenas” 3,6% no terceiro trimestre. Então não tem jeito, o consumidor vai ao supermercado e vê tudo mais caro; sai para comer fora, e tudo está mais caro. Obviamente ele vai ficar irritado. Para piorar, como vimos anteriormente, acaba valendo o antigo ditado que diz *“a última impressão é a que fica”*; ou seja, não importa o que aconteceu nos trimestres anteriores, o que vale para o humor do consumidor é o que aconteceu nos últimos três meses.

Por isso não é de se admirar que a popularidade de Lula tenha caído no período. Segundo a pesquisa Genial/Quaest, entre setembro de 2024 e janeiro de 2025, a aprovação do presidente passou de 51% para 47%. Não podemos esquecer que nesse período houve a polêmica do PIX, mas, na mesma pesquisa, 83% dos entrevistados disseram que o preço nos supermercados subiu, e a percepção de que a economia melhorou nos últimos 12 meses caiu de 33% em setembro para 25% em janeiro. Lula sabe que a inflação alta pode custar sua reeleição, só não entendeu que não se resolve o problema combatendo apenas as consequências, mas sim as causas. Uma epifania de Lula sobre isso pouparia todos nós de muitos dos problemas que se avizinham.

## Frase da Semana

*“Se alguém está recebendo sem trabalhar, tem alguém trabalhando sem receber.”*

Margaret Thatcher

G5 Partners	2022	2023	2024	2025
IPCA (%)	5,79	4,62	4,83	5,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	12,25	15,00
USDBRL	5,28	4,86	6,18	6,30
PIB (%)	3,00	2,90	3,50	2,30