



CARTA SEMANAL

O Canário  
da Mina **31**

24 DE NOVEMBRO DE 2023

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 semana passada, houve uma sequência de divulgações que completaram os números necessários para o fechamento das projeções do produto interno bruto (PIB) do terceiro trimestre, que será anunciado no dia 5 de dezembro. Por isso, vamos usar esta edição de “O Canário da Mina” (OCM) para mostrar como essas novas informações mudaram nossas projeções com relação ao crescimento do período encerrado em setembro e ao ano de 2023 como um todo, além de discutir o PIB de 2024.

Vamos começar falando a respeito dos últimos resultados divulgados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS), da Pesquisa Industrial Mensal (PIM) e da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), que cobrem dois dos principais itens do PIB pelo lado da oferta: a indústria e os serviços.

Olhar o comportamento da PIM ao longo de 2023 ajuda muito a compreender a própria evolução do PIB durante o ano. Sob o aparente resultado positivo, esconde-se um desempenho bem díspar entre seus dois componentes: a indústria extrativa e a indústria de transformação. Enquanto a primeira se refere, basicamente, à produção de minério de ferro e petróleo, a última seria o que comumente chamamos de “indústria”. Ou seja, a indústria extrativa é mais ligada a fatores externos, e a de transformação sofre mais impactos das questões locais, notadamente os juros. Essa dicotomia fica clara nos resultados acumulados em 2023: ao mesmo tempo que a indústria extrativa acumula alta de 6,0% no ano até setembro, a de transformação amarga queda de 1,2% no mesmo período. Portanto, quando olhamos para a queda de 0,2% da indústria geral, que engloba as duas subdivisões supracitadas, e pensamos “nossa, a queda é até pequena diante do nível de juros na economia brasileira”, devemos lembrar que esse número “esconde” realidades bem distintas em sua composição e mostra como o crescimento deste ano dependeu de fatores externos. Bem, feita essa ressalva, podemos voltar para o que nos interessa neste momento: a PIM de setembro e o dado trimestral do PIB industrial.

Com a alta de 5,6% da indústria extrativa, após dois meses de queda, e a queda de 0,3% da indústria de transformação, a indústria geral subiu 0,1% em setembro, um resultado acima tanto de nossas projeções (-0,3%) quanto das estimativas do mercado (-0,1%). Então, mesmo parecendo um resultado fraco, acabou surpreendendo o mercado e, melhor que isso, reverteu nossa expectativa de uma contração de 0,1% do PIB industrial no terceiro trimestre na comparação com o trimestre anterior<sup>1</sup>, para uma estabilidade (0,0%). Desse modo, temos nosso primeiro dado do PIB do terceiro trimestre pelo lado da oferta.

O segundo dado que vamos observar, a Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), tem “um pé em cada canoa”, ou seja, pode ser visto tanto como parte do PIB de serviços, pelo lado da oferta, quanto como uma boa “proxy” do consumo das famílias, pelo lado da demanda. Além disso, há duas formas de apresentação: a restrita e a ampliada. A diferença entre elas é que a última engloba todos os setores da primeira, além de incorporar o atacado e o varejo de material de construção, o atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo e a venda de veículos, motocicletas, partes e peças. Portanto, por ser mais ampla, vamos usar daqui para a frente a Pesquisa Mensal de Comércio Ampliada (PMCA) em nossa análise.

<sup>1</sup>Todas as variações percentuais dos dados trimestrais que usaremos daqui para a frente serão referentes ao trimestre imediatamente anterior, salvo para as referências ao PIB anual.

Em setembro, a PMCA subiu 0,2% na comparação com o mês anterior, um pouco abaixo dos 0,3% que prevíamos e acima da estabilidade (0,0%) estimada pelo mercado. Interessante notar que, assim como no caso da indústria, existe uma discrepância grande entre os setores, mas dessa vez a diferença se dá entre aqueles ligados à renda e os que dependem do crédito. Enquanto a PMCA acumula em crescimento de 5,7% no ano, o setor de hiper, super, produtos alimentícios, bebidas e fumo, favorecido pelo aumento da renda e pela queda da inflação, cresceu 9,4%; já o atacado e o varejo de material de construção, mais ligado ao crédito, caiu 0,1%. Antes que alguém reclame, o setor de veículos, motocicletas, partes e peças, eminentemente dependente de crédito, subiu 10,0%, mas foi favorecido por um programa do governo de redução de impostos específico para o setor que impulsionou as vendas. Voltando ao resultado em si, o número de setembro levou o resultado do comércio no PIB do terceiro trimestre a apresentar a mesma estabilidade (0,0%) que calculamos para o PIB da indústria.

Dizem que o melhor fica para o final; em nosso caso, se não é o “melhor”, o setor de serviços é, sem dúvida, o que mais pesa para o resultado do PIB pelo lado da oferta. Considerando 2022 como base, o setor de serviços pesa 68,2% do PIB total, mas, como nossa referência para o setor, a PMS, não considera o comércio, calculado por meio da PMCA, o peso líquido que nos interessa é de 54% — menor, mas ainda bastante representativo. Ou seja, a não ser que a PIM e/ou a PMCA tenham um comportamento muito surpreendente, é a PMS que vai ditar se teremos revisões importantes na projeção do PIB trimestral.

Dito e feito. A PMS de setembro apresentou queda de 0,3% na comparação mensal, desempenho bem abaixo de nossas projeções (0,6%) e da mediana do mercado (0,4%). Entretanto, mesmo com esse resultado ruim de setembro, quando juntamos os dados da PMS e da PMCA, nossa projeção para o PIB de serviços é de uma alta de 0,1%.

Considerando todos os dados vistos acima, nossa projeção de queda de 0,1% no PIB do terceiro trimestre parece razoável, mas falta o último setor do PIB pelo lado da oferta, que, embora pese apenas 7,9%, vai acabar sendo o fiel da balança para nossa projeção: a agropecuária.

No primeiro trimestre, esse setor foi a “salvação da lavoura”, com uma alta 21,0% que foi decisiva para a alta de 1,8% do PIB brasileiro no período. Entretanto, já no segundo trimestre, o setor começou a perder fôlego e, com uma queda de 0,9%, ajudou o PIB total a desacelerar para 0,9% de alta. Eis que chegamos ao terceiro trimestre e esperamos que essa tendência de queda se acelere para 6,2%, o que, em conjunto com as projeções supracitadas, levaria nossa projeção para o PIB do terceiro trimestre de queda de 0,1% para contração de 0,4%.

Obviamente, uma mudança de 0,3 p.p. na projeção do crescimento do PIB do terceiro trimestre traria mudanças no número final do ano, por isso alteramos nossa projeção para o PIB de 2023 de 3,0% para 2,8%. Além disso, apesar da queda do PIB agrícola durante boa parte do ano, com exceção do primeiro trimestre, com 13,3% de crescimento no

ano, quase 40% do crescimento do ano virão do “campo”, mais uma prova da importância da demanda externa no PIB brasileiro de 2023.

Para 2024, mantemos nossa projeção de alta de 1,9%, mas é interessante notar que, embora seja numericamente menor, podemos dizer que o “sentimento econômico” será maior no ano que vem, por alguns motivos.

Primeiro porque esse resultado será mais “real”, dado que em 2023 tivemos 0,50 p.p. de carregamento estatístico<sup>2</sup> (17,5% do total), contra apenas 0,2 p.p. (10,5% do total) em 2024. Em segundo lugar, o crescimento do ano que vem não terá a “ajuda” do setor agropecuário, que deverá apresentar uma queda de 0,6%. Isso mostra que, mesmo sem o auxílio desse setor, o PIB deve ter um desempenho bom. Fazendo um contrafactual bem simples, se “zerássemos” a contribuição da agropecuária em 2023, o resultado do PIB seria... 1,9%. Só que isso seria apenas o impacto direto de uma safra maior; teríamos que desconsiderar também os efeitos indiretos sobre os serviços ligados a ela, como transporte de cargas e armazenamento. Por exemplo, no primeiro trimestre, quando houve o crescimento de 21% do PIB agropecuário, o item que agrega esses dois setores do PIB de serviços subiu 5,1%. Portanto o crescimento de 2,1% dos serviços em 2023 também seria menor se não tivéssemos a supersafra. Fizemos toda essa volta para mostrar que, apesar de nossas previsões para o PIB de serviços em 2023 (2,1%) e 2024 (2,2%) serem muito parecidas, o PIB do ano que vem vai depender muito menos de setores que — como sabe quem estudou a matriz insumo–produto de Leontieff<sup>3</sup> — têm pouco efeito para frente e para trás na economia e, conseqüentemente, são menos sentidos no dia do brasileiro em geral. Por fim, o PIB industrial, que cresceu 1,7% em 2023, praticamente apenas com a contribuição da demanda externa sobre a indústria extrativa, como vimos anteriormente, deverá crescer 2,4% em 2024, com uma participação mais relevante da indústria de transformação. Mas por que acreditamos nisso? Basicamente por conta da política monetária mais expansionista do que a atual. Se o segundo semestre de 2023 vai ser fraco por causa dos efeitos defasados e cumulativos da alta dos juros de 2022, por que o inverso não seria verdade? Ou seja, por que os efeitos defasados e cumulativos das quedas dos juros desde agosto deste ano não terão impactos expansionistas sobre a economia em 2024?

Certamente, os números de atividade divulgados na semana passada decepcionaram, tanto que tivemos que rever nossas projeções — tanto para o PIB do terceiro trimestre quanto para o do ano de 2023 como um todo. Contudo, a revisão para baixo do resultado do terceiro trimestre tem um efeito colateral interessante: reduz a chance de termos um resultado negativo também no quarto trimestre, pelo efeito-base, diminuindo, portanto, a probabilidade de entrarmos em recessão técnica (quando temos dois trimestres seguidos de contração no PIB). Outra questão que deve ser ressaltada é que, no terceiro trimestre de cada ano, o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) revisa sua série de dessazonalização, o que pode trazer revisões imprevisíveis para os dados anteriores de PIB trimestral. Até na estatística o passado é incerto.

<sup>2</sup> O carregamento estatístico seria aquele espaço que o carro em alta velocidade demora para parar após você apertar o freio.

<sup>3</sup> Wassily Leontieff, economista russo, naturalizado americano, que estudou como mudanças em um setor afetam os demais. Sua matriz insumo–produto é uma caracterização disso.

## Frase da Semana

---

*“A melhor maneira de prever o futuro é inventá-lo.”*

Alan Kay

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,70	3,70
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,50
USDBRL	5,28	5,00	5,20
PIB (%)	2,90	2,80	1,90