



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina 5

26 DE MAIO 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 quinta-feira da semana que vem (01/06), conheceremos o produto interno bruto (PIB) brasileiro do primeiro trimestre de 2023. As expectativas iniciais para esse número, que já eram positivas devido à concentração do impacto da safra recorde de grãos nos primeiros três meses do ano, ficaram ainda mais favoráveis após os resultados do comércio (PMC) e dos serviços (PMS) de março. O “pibinho” está tendendo a se transformar em um “pibão”. Pensando nisso, vamos usar *O Canário da Mina* (OMC) desta semana para mostrar nossas projeções, o que mudou com os dados setoriais de março, como isso vai afetar o PIB de 2023 e se isso cria um empecilho para a redução dos juros por parte do Banco Central do Brasil (BCB).

No que se refere ao PIB do primeiro trimestre, nossa projeção é de alta de 1,40% na comparação trimestral e de 3,30% na anual. Um PIB de respeito, principalmente quando colocamos na métrica americana: 5,72%! Não há dúvida de que é um “pibão” e que a economia brasileira está “bombando”. Será? Provavelmente não serão poucos os leitores deste OMC que vão afirmar: “não estou vendo esse crescimento todo”. De fato a economia como um todo não está crescendo nesse ritmo; o “pibão” é quase inteiramente relacionado com o setor agrícola.

Segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a safra brasileira de grãos 2022/2023 será 15% acima da 2021/2022, que já não foi ruim. Um desempenho realmente impressionante, que vai mais que compensar a queda nos preços da soja e do milho, em relação ao mesmo período do ano passado. Por isso, nossa projeção para o PIB agrícola em 2023 está em 8,5%, sendo responsável por 0,7 p.p. de nossa projeção total do PIB para o ano. Entretanto, o que nos interessa neste momento é que o maior impacto se dará no

primeiro trimestre, quando é realizada a colheita da maior parte da soja e da primeira safra do milho. Por isso, nossa expectativa é que, no resultado da quinta-feira que vem, o PIB agrícola apresente alta de 10,5% na comparação trimestral e 13,0% na anual. Tudo mais constante, já teríamos um crescimento “contratado” de 0,83% no primeiro trimestre só pelo impacto direto do PIB agrícola.

A questão é que não é apenas de impactos diretos que vive o crescimento do setor agropecuário. Isso pôde ser visto claramente na Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS), que foi divulgada na terça-feira da semana passada (16/05) e acabou sendo determinante para a elevação das projeções do PIB de 2023 no último Boletim Focus, de 1,02% para 1,20%.

A PMS de março subiu 0,9%, surpreendendo o mercado, que esperava uma alta menor, de 0,5%. Nem a revisão do mês anterior, de uma alta de 1,1% para 0,7%, diminuiu o entusiasmo com o número. Entretanto, quando olhamos para a composição desse resultado, não vemos nele um desempenho compatível com um crescimento sustentado do setor, com base na valorização da renda. O que o senso comum reconhece como “serviços” está concentrado no grupo “Serviços prestados às famílias”, que caiu 1,7% em março em relação ao mês anterior, após já ter recuado 0,8% em fevereiro. Na comparação trimestral, esse grupo subiu apenas 0,32%, puxado pela alta de 1,07% do subgrupo “Alojamento”, ainda um resquício do impulso da reabertura da economia. Porém, o que foi decisivo mesmo, tanto para a alta mensal quanto para a trimestral, foi o desempenho dos setores ligados à comercialização da safra agrícola. O grupo “Transporte, serviço auxiliar aos transportes e correio” subiu 3,6%, com destaque para o subgrupo “Transporte terrestre”, com alta de 3,3% na comparação mensal e de 2,2% na trimestral. Não é possível montar uma série dessazonalizada, devido ao pouco número de observações mensais divulgadas pelo IBGE, mas o instituto escreveu no comentário sobre o índice que: “O mês de março foi marcado pela expansão do setor de transportes. A alta foi puxada principalmente pelo transporte de cargas, que avançou 4,7% no período enquanto o transporte de passageiros recuou 3,3% na comparação com o mês anterior”. Considerando seu peso na PMS, temos que 65% do resultado de março vieram dos “transportes de carga”, após ter contribuído com 51% do resultado de fevereiro. Portanto, podemos concluir que praticamente toda a alta trimestral de 0,3% que esperamos para o setor de serviços no PIB do primeiro trimestre se deve a atividades ligadas ao escoamento da safra.

Então, dos três setores do PIB pelo lado da oferta¹ (agropecuário, serviços e indústria), os dois primeiros vão ter desempenhos favoráveis em virtude da safra de grãos, concentrada no primeiro trimestre. Já o setor industrial continuará sua saga de carregar a “bola de ferro” de uma taxa de juros de 13,75% a.a., devendo apresentar contração de 0,5% com relação ao quarto trimestre de 2022.

Do ponto de vista da demanda, esse desempenho favorável da agricultura “aparece” no resultado das exportações, que deverá subir 1,1% na comparação trimestral e 5,5% na anual. Em contrapartida, refletindo o

¹O PIB é calculado pelos dois lados da economia: da oferta e da demanda. No primeiro, temos os setores agropecuário, de serviços e industrial. Já no último estão o consumo das famílias e do governo, o investimento, as exportações e as importações. Possíveis diferenças entre os cálculos do PIB entre os lados da oferta e da demanda são considerados estoques.

desempenho ruim da indústria, pelo lado da oferta as importações devem cair 7,0% na comparação trimestral e subir 1,5% na anual². Na mesma linha, projetamos uma queda de 3,0% nos investimentos, mais uma prova do impacto dos juros no desempenho da economia.

Pelo lado do consumo, os gastos do governo deverão contrair-se 0,5% na comparação trimestral e 0,3% na anual, reflexo natural do início de mandato, quando as políticas públicas ainda estão sendo implementadas. Já o consumo das famílias, que tem uma correlação muito forte com o resultado da Pesquisa Mensal do Comércio Ampliada (PMCA) – com crescimento de 3,7% no trimestre –, deve crescer 0,5% na comparação trimestral e 4,0% na anual.

A conclusão sobre o PIB do primeiro trimestre é que nossa projeção de 1,4%, na comparação trimestral, estará muito concentrada no desempenho do setor agrícola. Além do impacto direto de 0,83 p.p. pelo lado da oferta, podemos ver o mesmo resultado de forma indireta pelo lado da demanda. Enquanto o setor externo vai contribuir com 1,1 p.p. para o resultado fiscal, a absorção interna, que seria nosso sentimento com relação ao estado da economia, vai contribuir apenas com 0,3 p.p. Portanto, podemos dizer que, se numericamente termos um “pibão”, a sensação econômica continua a de um “pibinho”, e isso pode ser percebido em nossas projeções para os próximos trimestres.

Observando nossa projeção para o PIB do primeiro trimestre (1,4%) e para 2023 como um todo (1,5%), a impressão é que o crescimento deverá ser muito pequeno no restante do ano. Essa visão é correta por dois motivos: o primeiro é estatístico e o segundo, real. Na parte estatística, o PIB do primeiro trimestre praticamente define o resultado do ano. Com nossa projeção de 1,4% para o primeiro trimestre, se os próximos três trimestres registrarem crescimento nulo, o PIB do ano subiria 1,60%. Para ficar mais clara a importância da estatística nessa história, se o 1,40% fosse no segundo trimestre, com os outros todos estáveis, o “PIB garantido” seria de 1,25%; no terceiro, de 0,90%; e no quarto, de 0,55%. Bem, mas voltando para “nosso” primeiro trimestre de 1,40%, vemos que, se nosso “PIB garantido” é de 1,60% e nossa projeção é de 1,50%, é porque teremos uma contração ou contrações ao longo do caminho, o que é um fato quando colocamos a questão da realidade no cálculo. Com o nível de juros atual, o mercado de trabalho estagnado, sem novas “benesses” do governo e, principalmente, sem o impacto positivo da safra agrícola, esperamos uma ligeira contração de 0,10% no segundo e no terceiro trimestre, seguida de uma estabilidade no quarto trimestre. O viés para essa projeção é de alta por dois motivos: o primeiro é que podemos ter outra surpresa com o PIB agropecuário, uma vez que no terceiro trimestre vamos comercializar a safra de café e a “safrinha” de milho, que de “inha” não tem nada; o segundo é que o quarto trimestre pode ser melhor do que esperamos, reflexo do início da redução dos juros em agosto.

Pelo final do parágrafo anterior, fica a sensação de que esse resultado mais forte do que o esperado do PIB do

² Por construção, as importações entram no cálculo do PIB com o sinal trocado; ou seja, sua queda puxa o resultado geral para cima.

primeiro trimestre não alterou nossa expectativa para a condução da política monetária. Isso é verdade sendo reflexo da composição desse resultado. Como pelo lado da demanda o crescimento baseou-se na contribuição externa, e não na absorção interna, não deve haver preocupações com o impacto deste sobre a inflação. Dessa forma, mantemos nossa projeção de início da redução dos juros em agosto, com a Selic fechando o ano em 12,50% a.a.

Para que um número bom seja considerado economicamente relevante, é preciso que tenha um impacto relevante sobre a economia, o que não é o caso do PIB do primeiro trimestre, que será divulgado na semana que vem. O resultado é muito concentrado no setor agrícola, que, apesar da importância para o Brasil, tem pouco impacto sobre a demanda interna. Daí que o único efeito mais duradouro sobre o resultado final do ano será o carregamento estatístico que ficará para o PIB fechado de 2023. Por isso, na introdução deste OCM dissemos que o “pibão” numérico acaba sendo um “pibinho” econômico. Em uma conclusão “vintage”, o PIB do primeiro trimestre vai ser um resultado Denorex: parece mais não é!³

Frase da Semana

“Nenhuma sociedade pode ser florescente e feliz, se a maior parte de seus membros é pobre e miserável.”

Adam Smith

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	6,00	3,80
SELIC F.P (%)	13,75	12,50	9,75
Câmbio	5,28	5,20	5,40
PIB	2,90	1,50	2,00

³Para os mais novos compreenderem do que se trata: <https://www.youtube.com/watch?v=99bkGln7RKk>.