



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina **43**

23 DE FEVEREIRO DE 2024

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 segunda-feira (19/2), foi divulgado o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) de dezembro, considerado uma aproximação mensal do produto interno bruto (PIB) oficial, cuja periodicidade é trimestral. Por isso, aproveitando os números do PIB do BCB (apelido do IBC-Br) e a proximidade da divulgação do crescimento brasileiro em 2023 (1º de março), vamos usar a edição desta semana de "O Canário da Mina" para não só projetar o resultado da próxima sexta-feira, mas também responder à pergunta: o que esperar do PIB do Brasil em 2024?

O IBC-Br de dezembro subiu 0,82% com relação ao mês anterior, muito próximo tanto de nossas projeções quanto daquelas do mercado, todas em 0,80%. Entretanto, apesar da aparente falta de surpresa, o caminho até essa convergência não foi sem volatilidade. Os dados da indústria vieram muito mais fortes do que o esperado; os do comércio, bem piores; e os dos serviços, abaixo do projetado, mas ainda no terreno positivo. A análise desses dados ajudará não só a entender o resultado mensal do IBC-Br, mas, principalmente, a mostrar nosso cenário para o crescimento do PIB em 2024.

Começamos pela parte ruim. A Pesquisa Mensal do Comércio Ampliada (PMCA) caiu 1,1% na comparação mensal, um resultado bem pior do que a alta de 0,3% esperada pelo mercado. Duas perguntas iniciais podem estar passando pela cabeça de alguns: se essa é a PMC ampliada, é porque existe outra mais restrita, correto? Qual é a diferença? E por que usamos a ampliada para prever o IBC-Br? No caso da primeira pergunta, a resposta é sim, e a diferença está nos setores de 'veículos, motocicletas, partes e peças', 'atacado e varejo de material de construção', 'atacado especializado em produtos alimentícios, bebidas e fumo', presentes na ampliada e ausentes na restrita. Já a resposta à pergunta final vai além da simples ideia de que, se há mais produtos, deve ser melhor. Na verdade, existe uma correlação muito grande entre a PMCA e o consumo das famílias no PIB, de modo que é importante considerar a pesquisa ampliada, e não a restrita.

Feito esse parêntese, vamos aos resultados. Talvez o mercado tenha subestimado a queda das vendas após a Black Friday em novembro ao fazer a previsão de dezembro, daí o erro, mas a composição do resultado final acabou sendo um reflexo do que foi o comércio em 2023. Os setores mais ligados à renda, como hipermercados, supermercados, produtos alimentícios, bebidas e fumos, tiveram um desempenho acima do resultado geral, enquanto outros, mais ligados ao crédito, registraram um desempenho mais fraco, como é o caso de móveis e eletroeletrônicos. Por sua vez, o grupo veículos, motocicletas, partes e peças é um caso a parte. Claramente esse seria um exemplo de um setor dependente de crédito, mas cresceu 8,1% no ano passado, contra 1,7% do comércio em geral. O motivo para esse aparente "furo" na análise anterior? As medidas tomadas pelo governo no final de maio para baratear os carros de até R\$ 120 mil, as quais impulsionaram as vendas. Contudo, isso já estava no preço; o que realmente causou certa surpresa foi que, mesmo após o fim do programa, os resultados do setor continuaram fortes. Talvez o motivo tenha sido efeito da redução dos juros pelo BCB, mostrando uma *avant première* do que deve ser a composição das vendas do comércio em 2024: um resultado muito mais calcado no crédito, após um 2023 sustentado pela renda.

Mas não é só o comércio que vai se beneficiar dos juros mais baixos, e talvez nem seja o mais beneficiado. A indústria certamente deve estar "levantando as mãos aos céus" por essa benesse, após vários anos de infortúnios. O resultado da

---

<sup>1</sup>Segundo o Broadcast

Pesquisa Industrial Mensal (PIM) de dezembro pode ser encarado como um bom cartão de visitas desse cenário. A alta de 1,1% na comparação mensal veio bem melhor do que o 0,2% esperado pelo mercado, ajudando a aumentar nossa projeção para o PIB industrial no quarto trimestre para 1,2% na comparação trimestral. O resultado em si já poderia ser considerado bastante auspicioso por ser a maior variação mensal desde março do ano passado e o quinto resultado mensal positivo, fato que não era visto desde 2020, mas a composição do resultado de dezembro, principalmente quando comparado com o que aconteceu ao longo de 2023, também pode ser considerada importante. Por exemplo, o destaque do mês foram os bens de consumo duráveis, com alta de 6,3%, um grupo claramente dependente de crédito e que foi impactado pelo bom resultado da produção de automóveis em dezembro (alta de 3,9%). Já os bens de consumo semiduráveis e não duráveis, mais ligados à renda, tiveram o segundo pior resultado, “perdendo” apenas para os bens de capital, com queda de 1,2%, que também dependem de crédito, mas são um “bicho diferente” por serem muito ligados à perspectiva de retomada dos investimentos, o que só acontecerá ao longo de 2024 com o aprofundamento da redução dos juros. Acontece que, quando olhamos 2023 como um todo, a situação se inverte: enquanto os semiduráveis e não duráveis subiram 2,1%, os duráveis, apenas 1,2%. Portanto, o dado de dezembro parece ser mais o *trailer* do que vai acontecer em 2024 do que uma foto do que aconteceu em 2023. Por isso, após alta de 0,2% em 2023, esperamos um crescimento de 2,5% para a PIM em 2024. No caso do que chamamos de indústria no PIB, a conta é um pouco diferente porque além da indústria de transformação (57,4%) e da indústria extrativa mineral (20,8%), que, em conjunto, seriam a análoga da PIM nas Contas Nacionais, temos a construção civil (12,8%) e utilities (9,0%). Então, quando falamos que o PIB da indústria vai passar de 1,6% para 1,8% entre 2023 e 2024, devemos ter claro que o que entendemos como “indústria”, a indústria de transformação, deverá apresentar um crescimento de 2,0% em 2024, após contrair-se 1,0% em 2023.

Mas não podemos falar de PIB sem contar o que acontece com os serviços, que representam 67,0% da economia, se considerarmos o comércio, ou 54,2% sem ele. Como a PMCA representa o comércio, podemos dizer que a Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS) representaria os 54,2% restantes do PIB de serviços e, se o resultado de dezembro desse índice não salta aos olhos, foi o suficiente para garantir o 0,82% no IBC-Br. O crescimento de 0,3% frustrou o mercado, que esperava uma alta de 0,7%, mas mostrou uma recuperação do setor no final do ano. Após números negativos em agosto, setembro e outubro, o resultado de dezembro marcou o segundo mês seguido de alta da PMS. O destaque ficou por conta dos serviços prestados às famílias, que corresponde às atividades que comumente chamamos de serviços, como hotelaria, por exemplo, e que subiu 3,5% na comparação com novembro. O interessante desse grupo é que, apesar do resultado de dezembro e de ter crescido 4,7% no acumulado do ano, os serviços prestados às famílias só agora ultrapassaram o nível pré-pandemia (2,2%), sendo o último grupo da PMS a fazê-lo. Mas, voltando ao índice geral, o resultado de dezembro levou a PMS a fechar 2023 com alta de 2,3%, coincidentemente o mesmo valor que esperamos para o PIB de serviços no ano passado. Para o resultado do quarto trimestre, projetamos uma alta de 0,1%. Olhando para a frente, não temos motivos para esperar em 2024 um resultado muito melhor do que em 2023, principalmente porque os serviços ligados ao setor agrícola, que tiveram um desempenho muito forte, como transporte terrestre rodoviário de carga (10,1%), por exemplo, não repetirão esse desempenho porque a safra deste ano será menor que a de 2023, como veremos abaixo. Por isso, no fim, nossa projeção para o PIB de serviços em 2024 não vai diferir muito daquela de 2023: 2,5%.

Não há um indicador como PIM, PMCA ou PMS para o setor agrícola. Nossas melhores fontes de informação vêm do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), e de conversas com clientes que participam do dia a dia do setor agropecuário. Temperando a queda mostrada pelos dados do LSPA (3,8%) e os dados anedóticos, acreditamos que haverá uma queda de 1,0% do PIB agropecuário em 2024, após uma alta de 15,7% em 2023, que foi concentrada no primeiro trimestre devido à colheita da soja. Isso tem uma importância grande porque, a depender da dimensão da redução do PIB agrícola nos primeiros três meses do ano, o PIB total do período ficará no terreno positivo ou não.

Por tudo que vimos neste OCM, as diferenças dos PIBs de 2023 e 2024 vão além dos números. Enquanto no ano passado o resultado foi marcado por um choque agrícola positivo, que respondeu por mais de um terço do número, e pelo impacto da renda sobre os dados de comércio e serviços em geral, neste ano o motor do crescimento será o crédito. Essa “troca de guarda” será importante para um item indispensável para o crescimento de longo prazo da economia: o investimento. Um exemplo dessa importância é que uma das preocupações do BCB nos últimos relatórios foi a discrepância entre o crescimento do consumo das famílias (demanda) e a contração dos investimentos (oferta), que vai deixar de haver em 2024, com ambas as rubricas mostrando aumento. Ou seja, será um crescimento menor, numericamente; no entanto, mais equilibrado. Resumindo, para o quarto trimestre de 2023, que será divulgado na próxima sexta-feira (1/3), esperamos uma alta de 0,1% na comparação trimestral, levando o PIB do ano para 3,0%; já para 2024, nossa projeção é de um crescimento de 2,1%, com atenção especial para o primeiro trimestre, quando forças antagônicas pressionarão o número. Por um lado, teremos um PIB agropecuário negativo; por outro, um impulso incerto sobre o consumo vindo do pagamento dos precatórios. Do lado que vier a surpresa estará o viés para nosso número de crescimento do PIB em 2024.

## Frase da Semana

*“Em economia, é fácil explicar o passado, mais fácil ainda é prever o futuro, difícil mesmo é entender o presente.”*

Joelmir Beting

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	4,62	4,00
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	9,00
USDBRL	5,28	4,86	5,05
PIB (%)	2,90	3,00	2,10