



CARTA SEMANAL

O Canário da Mina **94**

28 DE FEVEREIRO DE 2025

Não existe almoço de graça

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.



Não existe almoço de graça

Chegamos às vésperas do Carnaval no Brasil, período em que nada acontece por aqui – ao menos não oficialmente –, e muita coisa acontece lá fora. Por exemplo, foi durante o Carnaval de 2020 que a pandemia da covid-19 começou a afetar os mercados e, no período de Momo de 2022, a Rússia invadiu a Ucrânia. Entretanto, não estamos aqui para agourar o feriadão de ninguém, mas para abordar um tema que certamente nos acompanhará durante todo o ano: o crescimento econômico. Portanto, aproveitando que nesta semana foram divulgados os dados do mercado de trabalho e de confiança do consumidor, vamos aproveitar a edição pré-carnavalesca de “O Canário da Mina” (OCM) para discutir o que esperar do crescimento brasileiro em 2025 e suas consequências para o governo do presidente Lula.

Antes de entrar nos dados desta semana e falar sobre o futuro, vamos dar um passo atrás e lembrar dos dados que foram divulgados recentemente sobre a situação da economia no final de 2024.

Os dados de novembro do ano passado já davam o sinal de alerta, mas poderiam ser apenas um ponto fora da curva. Contudo, aí vieram os dados de dezembro corroborando que a economia desacelerou antes do esperado. Em números, a Produção Industrial Mensal (PIM) caiu 0,30% em dezembro com relação a novembro, sendo que este já tinha caído 0,70% na comparação com o mês anterior; a Pesquisa Mensal do Comércio Ampliada (PMCA) caiu 1,10% e 1,40% nos mesmos períodos; e a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) caiu 0,50% e 1,40%, também nos mesmos períodos. Poderíamos resumir tudo no IBC-Br, que, apesar de subir 0,10% entre novembro e outubro, caiu 0,73% em dezembro, mas é importante mostrar que a desaceleração econômica ao final de 2024 pareceu se espalhar por todos os setores, diminuindo a chance de que a perda de vigor tivesse ficado restrita a um setor específico, por uma causa específica. Outra forma de mostrar o mesmo movimento é através de nosso “tracking diário do PIB”, que acompanha diariamente todos os dados econômicos divulgados. Ele mostrava, no início de dezembro do ano passado, uma projeção para o PIB do quarto trimestre de 2024 de 0,83%, número que caiu para 0,51% nesta semana em mais uma prova da desaceleração da economia. Mas o que pode ter precipitado esse movimento?

Principalmente a piora nas condições de crédito ao final do ano passado. Ao montarmos um Índice de Condições de Financeiras (ICF) – reproduzindo a metodologia do Banco Central do Brasil (BCB) –, notamos que, em dezembro de 2024, este estava em seu nível mais restritivo desde a Grande Crise Financeira de 2008. Os principais motivos para esse movimento foram os aumentos dos juros – não aqueles determinados pelos BCs, mas aqueles de mercado – tanto aqui quanto lá fora, bem como a desvalorização cambial do último trimestre. Interessante notar que apesar da melhora recente dos ativos, tanto no Brasil quanto no exterior, nosso ICF ainda se encontra em níveis muito restritivos, o que deve se refletir em condições de crédito mais difíceis no primeiro trimestre de 2025.

Corroborando essa análise, a Pesquisa Trimestral de Condições de Crédito (PTC) do BCB, divulgada há duas semanas, mostrou o início de uma reversão na aprovação de crédito para todas as categorias, notadamente para o imobiliário, no final de 2024. Além disso, projetou, para o primeiro trimestre de 2025, uma intensificação desse movimento. Portanto, todos os sinais indicam que podemos esperar uma contração do crédito nos próximos meses.

A razão de termos visto uma inesperada desaceleração econômica ao final do ano passado parece estar relacionada à piora das condições financeiras no último trimestre de 2024. Mas os problemas acabaram não ficando circunscritos aos dados econômicos, chamados de “hard data”; pegaram também os dados de confiança, “soft data”, o que torna a situação ainda mais preocupante.

O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da Fundação Getúlio Vargas (FGV) caiu 11,4% entre novembro de 2024 e fevereiro de 2025, sendo que apenas neste ano a queda acumulada já chegou a 8,43%, com o índice chegando a 83,6 pontos em fevereiro. Esse é o menor nível desde agosto de 2022, quando a economia estava se recuperando da pandemia. Certamente, fica difícil não associar a recente queda na popularidade do presidente Lula nas pesquisas de opinião – tema do OCM da semana passada – a essa queda da confiança do consumidor. Tal percepção fica ainda mais forte, e mais preocupante para o governo, quando abrimos o ICC em seus dois componentes: Índice da Situação Atual (ISA) e Índice de Expectativas (IE).

O primeiro, como o nome sugere, é um questionamento sobre a condição financeira de momento e apresentou uma queda acumulada de 4,00% em 2025. Aqui temos o impacto da inflação e das condições financeiras atuais “na veia”. Mas, considerando a queda do ICC, até que o ISA não caiu muito. Entretanto, se um dos componentes do índice caiu menos que ele, o outro tem que cair mais. Portanto, para o bem da matemática, o IE já caiu 10,6% nos dois primeiros meses de 2025. Para piorar, o nível de 87,3 pontos também é o menor desde agosto de 2022.

Portanto, o que o ICC e seus componentes sugerem é que o consumidor brasileiro está sentindo uma pressão financeira no presente, mas tem ainda mais medo do futuro. Isso é muito ruim para as perspectivas de consumo, porque quem tem medo do futuro não consome no presente. Esses números reforçam nossa percepção de que 2025 vai ser um ano de desaceleração da economia, mas isso não se dará de modo linear, como mostraram os números do mercado de trabalho divulgados nesta semana.

Após uma surpresa negativa, uma positiva. Se o Caged¹ decepcionou em dezembro com perda líquida de vagas formais no mercado de trabalho, o que é totalmente o contrário da sazonalidade do mês, em janeiro tivemos uma recuperação, e o número foi não só positivo, como muito mais alto do que o esperado pelos analistas. Segundo o Ministério do Trabalho, em janeiro foram criadas 131.303 vagas formais líquidas, para uma previsão em torno de 50

¹ Cadastro Geral de Empregados e Desempregados

mil. E não parou por aí: o 'desligamento a pedido' chegou a 809.724, o maior patamar da série histórica. Esse último dado é especialmente relevante porque mostra o vigor do mercado de trabalho; normalmente, o trabalhador pede demissão porque vai conseguir se recolocar em um emprego que pague mais. Prova disso é que o salário real de admissão cresceu 1,5% com relação ao mesmo período de 2024.

Situação parecida pode ser observada na taxa de desemprego da PNAD contínua²: apesar de subir de 6,2% em dezembro para 6,5%, veio abaixo dos 6,6% esperados pelo mercado. Se tirarmos os efeitos sazonais, muito fortes nesta época do ano, notamos que ela caiu de 6,5% para 6,4% no mesmo período. Entretanto, não podemos deixar de considerar que essa melhora ocorreu porque tivemos 200 mil pessoas a menos procurando emprego – força de trabalho –, uma vez que a 'população ocupada' foi reduzida em 67 mil trabalhadores na passagem de dezembro para janeiro. Mantendo a 'força de trabalho' constante, a taxa de desemprego seguiria constante com relação a dezembro (6,5%).

Quando falamos de atividade no OCM 88, dissemos que uma desaceleração da economia era esperada, mas que esta não seria linear. Ou seja, o primeiro trimestre de 2025, em vez de mostrar uma continuidade com relação à desaceleração do quarto trimestre de 2024, deveria acelerar. Portanto, não devemos nos surpreender com resultados como o do Caged. Os motivos para isso passam por questões já esperadas e outras que podem surpreender. No primeiro grupo estão o aumento de 7,5% no salário mínimo, uma injeção esperada de cerca de R\$ 80 bilhões na economia, e a supersafra, que deve alavancar o PIB do primeiro trimestre. No segundo grupo entram as medidas do governo, como a liberação do FGTS, o crédito consignado privado e outras que poderão surgir. Inclusive, o ativismo governamental, como forma de compensar a queda na popularidade do presidente Lula, será o maior risco para economia brasileira em 2025. Ele até pode amenizar a desaceleração da economia neste ano, mas ao preço de gerar desequilíbrios fiscais, inflação, juros mais altos e, no fim, mais queda na popularidade de Lula. Como nos ensinou Milton Friedman, *"não existe almoço de graça"*.

Por enquanto esperamos um crescimento de 0,50% do PIB no quarto trimestre de 2024, uma alta de 1,0% no primeiro trimestre de 2025 e 2,3% de crescimento para o ano como um todo.

² A diferença entre o CAGED e a PNAD Contínua é que, além do primeiro ser divulgado pelo ministério do Trabalho e a última pelo IBGE, é que o CAGED só engloba os trabalhadores formais da economia, enquanto a PNAD Contínua analisa também o mercado informal de trabalho.

Frase da Semana

“Em política, o tempo não perdoa quem não soube trabalhar com ele.”

Ulysses Guimarães

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	6,20
PIB (%)	3,00	2,90	3,50	2,30