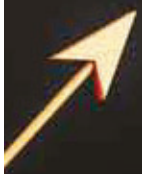
Limites do PIB

O que leva a atividade econômica brasileira a se expandir muito acima das projeções? Há sustentabilidade nessa tendência? Economistas respondem



Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

No início de setembro, quando o IBGE divulgou que o PIB do segundo trimestre do ano registrou alta de 1,4% em relação ao trimestre anterior, o dobro do que indicavam as projeções, certo *déjà-vu* tomou o mercado. Com esse resultado, tudo leva a crer que 2024 repetirá as surpresas observadas desde a pandemia, com a atividade brasileira marcando um nível de expansão consideravelmente maior do que a média dos agentes projetava na virada do ano. No final de dezembro de 2020, a mediana das expectativas de mercado do relatório Focus do Banco Central indicava um PIB de 3,4% para 2021; o observado foi 4,8%. Em 2022, na mesma comparação, a diferença foi ainda maior: 0,36% no projetado, para um resultado de 3%. Em 2023, o placar foi de 0,8% projetado *versus* 2,9% observado. Na maior parte desse período, a política monetária operou em terreno contracionista. Para 2024, tudo novamente se encaminha para um resultado cerca de duas vezes maior que a expectativa de 1,52% para o PIB registrada pelo Focus no final do ano passado, em torno dos 3%.





Tal constatação tem ampliado o interesse de economistas em analisar as causas de tamanha diferença, se isso aconteceu por fatores conjunturais ou estruturais, bem como qual o limite para essa trajetória de crescimento. Manter uma expansão da atividade na média de 3% ao ano sem pressionar a inflação depende de que a economia brasileira expanda seu potencial para suportar esse ritmo – o que, por sua vez, demandará cada vez mais de aumento da produtividade.

Bráulio Borges, pesquisador associado do FGV IBRE, avalia que a aceleração observada até agora foi predominantemente apoiada em uma combinação de aumento de renda de *commodities* e aceleração expressiva do gasto público, nos três níveis de governo. A expansão produzida, diz, acima do PIB potencial brasileiro, só não gerou desequilíbrios de preços ou nas contas externas porque a economia trabalhava com excesso de ociosidade – refletido, por exemplo, em uma alta taxa de desemprego. Para ilustrar, em 2021, ano seguinte à eclosão da pandemia, a taxa média anual de desemprego foi de 13,2%. O pesquisador, que também atua no Centro de Política Fiscal e Orçamento Público (CPFO) do IBRE, afirma que esse hiato negativo do PIB vinha desde o pré-pandemia, entre 2017-2019, diante do lento processo de recuperação do país depois da recessão que durou do segundo trimestre de 2014 até o final de 2016. Ele cita dados do Banco Central que apontam, por exemplo, que esse hiato chegou a -4% em 2020, e fechou 2023 em -0,6%, mais próximo de um quadro de pleno emprego.

No caso do impulso das *commodities*, Borges aponta em artigo em coautoria com Ricardo Barboza, também pesquisador associado do FGV IBRE, que o valor adicionado gerado passou de cerca de 7,5% do valor adicionado total brasileiro em 2017-2019 para 11,6% em 2020-2023. “Em 2020-2022, esse movimento se deveu ao aumento dos preços no mercado internacional (potencializados pela depreciação do real em 2020) enquanto, em 2023, esse efeito aconteceu sobretudo devido ao forte aumento das quantidades”, descrevem. Silvia Matos, coordenadora do Boletim Macro do FGV, ilustra que no ano passado os setores chamados exógenos, como a agropecuária e o extrativo, representaram 60% do crescimento, sendo a agropecuária responsável por 1 ponto percentual da alta de 2,9% do PIB. “Vimos os setores da construção civil e da indústria de transformação contraindo no ano passado, como também o investimento. Para essas atividades, nossas projeções do início do ano foram muito alinhadas com o que aconteceu. O que de fato saiu do radar foi o desempenho do agro, que puxou alguns segmentos de serviços relacionados a essa atividade, sobre os quais não tínhamos estimativas tão fortes”, descreve. Matos também lembra que choques de oferta como o observado em 2023 tendem a ser desinflacionários, o que colaborou não só para o PIB como para o bolso dos consumidores.

Borges afirma que, no caso da aceleração do gasto público nos três níveis de governo, a surpresa aconteceu em relação ao patamar alcançado, citando os principais exemplos no nível federal. "No final de 2020, primeiro ano da pandemia, não imaginávamos que chegaria mais estímulo fiscal. Mas uma nova onda de contágio de Covid-19 abriu margem a uma nova rodada. No final de 2021, novamente a percepção foi de que esse movimento haveria cessado, mas em 2022 acabamos vendo crédito extraordinário para ampliar o Auxílio Brasil de R$ 200 para R$ 400, e depois para R$ 600, na véspera da eleição, além de outras medidas de gastos fora do teto, como o reajuste do próprio teto na PEC dos Precatórios", enumera. Do governo Lula, o economista ressalta a PEC da Transição aprovada já no final de 2022 para 2023. E, neste ano, os precatórios "despedalados". "Isso não estava na conta dos economistas, da mesma forma que não estiveram na conta os créditos extraordinários que o governo editou para lidar com a tragédia no Rio Grande do Sul", lembra. O pesquisador ainda ilustra que o investimento das três esferas de governo passou de 1,25% do PIB na média de 2017-2019 para 2,1% em 2020-2023, e 2,7% em 2023. Já os gastos com benefícios previdenciários e assistenciais passaram de 15,7% do PIB na média de 2017-2019 para 16,8% em 2020-2023. O destaque é o Bolsa Família, que passou de 0,4% do PIB até 2019 para 1,5% em 2023.

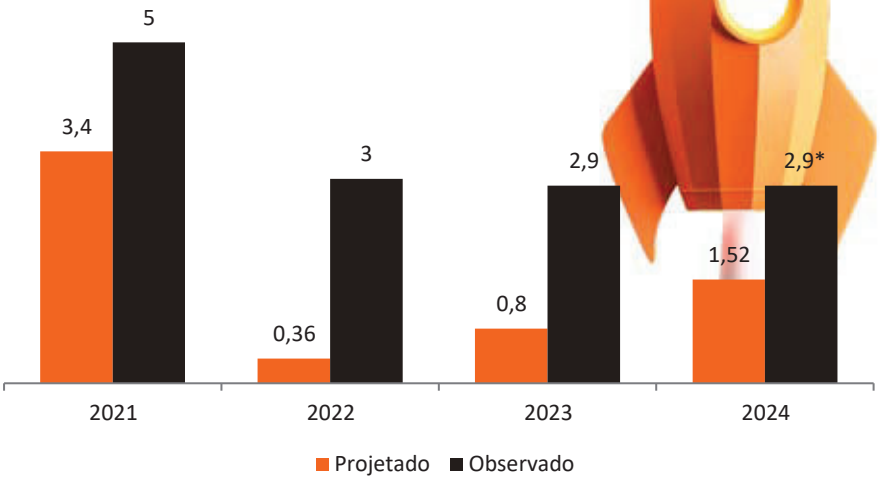
> Excesso de ociosidade observado em anos anteriores permitiu ao Brasil crescer acima de seu potencial sem gerar pressão inflacionária. Ao se fechar o hiato do PIB, essa vantagem desaparece

Borges considera que as distâncias entre PIB projetado e observado nesse período nas projeções de mercado em geral podem ser justificadas tanto por questões de modelo quanto de premissas. "No caso da renda das *commodities*, em especial a agrícola, é possível que essa não seja analisada de forma adequada, gerando um efeito multiplicador que não foi considerado da melhor forma. No caso da questão fiscal, considero que o problema está relacionada mais com a premissa por conta dos sequentes impulsos, ano após ano", diz. Ítalo Franca, economista do Santander Brasil, considera que as fontes de surpresa para os próximos anos estejam se reduzindo, levando a estimativas mais alinhadas ao PIB realizado. "Passamos por um período com diversos choques temporários, cuja tendência agora é de arrefecimento", afirma.

Os especialistas convergem que para o comportamento do PIB adiante será preciso observar a evolução da política monetária e seus efeitos, e principalmente a saída de fato de parte dos impulsos fiscais. Isso permitiria ao PIB rodar em nível mais alinhado ao seu potencial – outro tema que também gera divergências, posto que se trata de uma variável não observável, cujas estimativas atuais variam entre 1,5% e 2,5% ao ano. O teto de 2,5% é o número apontado pelo FMI em revisão divulgada em meados des-

PIB dispara à frente das projeções

Projeções Focus: último boletim do ano anterior e PIB observado do referido ano – em %



*Projeção do Boletim Macro FGV IBRE de setembro. Fontes: IBGE, BC, Boletim Macro FGV IBRE.

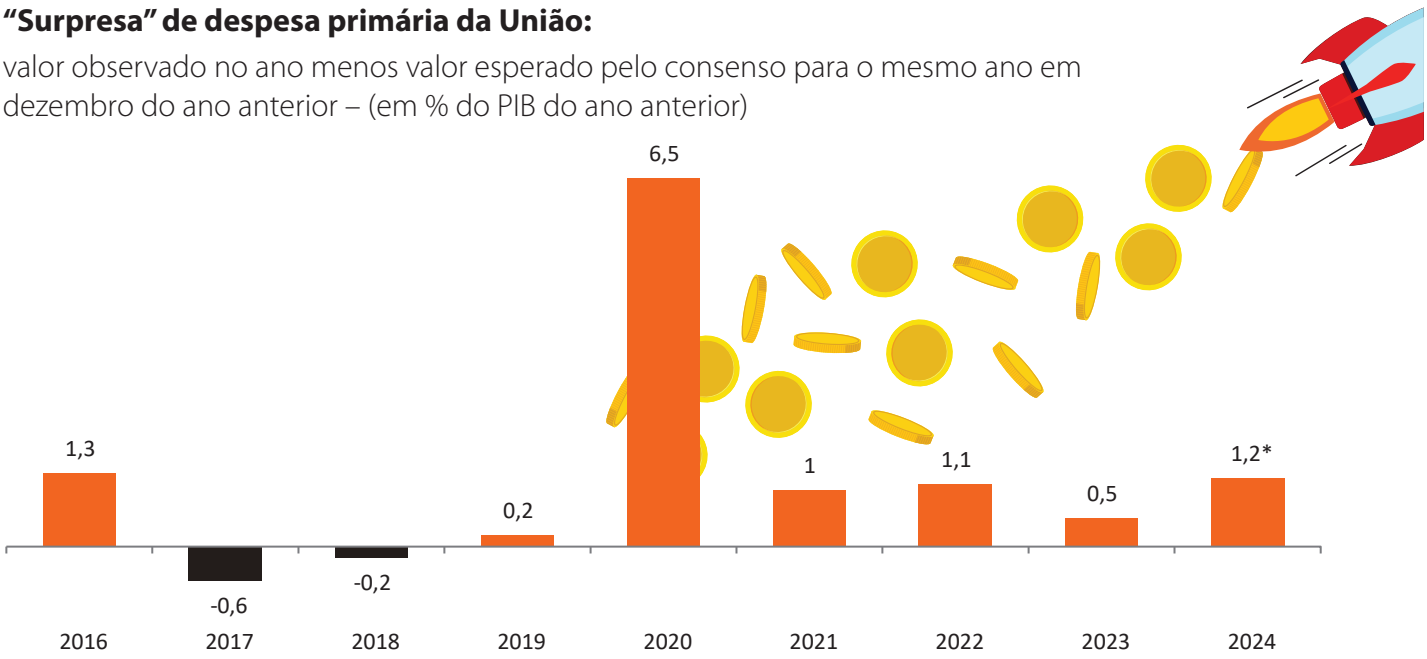
te ano, com o qual o Ministério da Fazenda trabalha, embora afirme não ter um número oficial.

No IBRE, Silvia Matos afirma que o PIB potencial está estimado entre 1,8% e 2%. Tal como indicou em entrevista à *Conjuntura Econômica* de março (https://go.fgv.br/KxgzDAGqazw) ela ressalta a importância de se observar a composição do crescimento daqui em diante. Sem a mesma ociosidade observada em anos anteriores, não haverá espaço para bombar o PIB com estímulos fiscais sem pagar um alto preço em inflação e/ou juros. "Este ano, temos visto fatores positivos como a recuperação da indústria e do investimento, e uma reação mais generalizada da economia. Mas a demanda doméstica ainda é alimentada por um forte estímulo ao consumo – seja das famílias, com transferências, seja do governo, que no primeiro semestre foi impulsionado, por exemplo, pelo calendário de obras às vésperas das eleições municipais", diz. Para ilustrar, Matos cita que, em junho, o Monitor do PIB do FGV IBRE ainda apontava o consumo das famílias em alta, somando 5,3% de variação trimestral interanual. Como apontou José Júlio Senna na entrevista do mês desta edição (ver pág. 16), um dos sinais dados pelo BC ao aumentar a Selic em 25 pontos-base em setembro foi a preocupação com um hiato do PIB positivo, que indica um crescimento acima da capacidade, além de um balanço de risco assimétrico – ou seja, apontando que as projeções oficiais de inflação podem estar subestimando a própria inflação projetada. "Nesse sentido, a possibilidade de um estímulo ao consumo por políticas de governo não seria tão positivo", diz.

Marcelo Gazzano, economista do Bradesco, afirma que este ano a queda da taxa de desemprego abaixo dos 7%, como visto no período entre 2013/2014, parece ainda não sinalizar o mesmo sobreaquecimento verificado naquele período. Mesmo estimando um hiato do PIB mais alto do que o do BC – enquanto o Banco Central aponta a economia operando 0,5% acima da capacidade, o Bradesco calcula 1% –, Gazzano afirma que algumas características parecem amenizar esse quadro. Ele cita como exemplo o fato de que 50% do aumento do salário médio no Brasil seja explicado por reajustes do salário mínimo, lembrando que cerca de 70% da população ocupada ganha até dois salários mínimos. "Se por um lado esse quadro indica uma dificuldade adicional em desacelerar salários no futuro, diante da regra de reajuste do mínimo que prevê ganhos reais, de outro significa que nem todo aumento é reflexo de um mercado de trabalho

"Surpresa" de despesa primária da União:

valor observado no ano menos valor esperado pelo consenso para o mesmo ano em dezembro do ano anterior – (em % do PIB do ano anterior)



*Pagamento de precatórios fora do teto no valor de R$ 92,1 bilhões na última semana de dez./23 foi alocado em 2024.
Elaboração: Braulio Borges, com dados de IBGE, Prisma Fiscal/SPE e Tesouro Nacional.

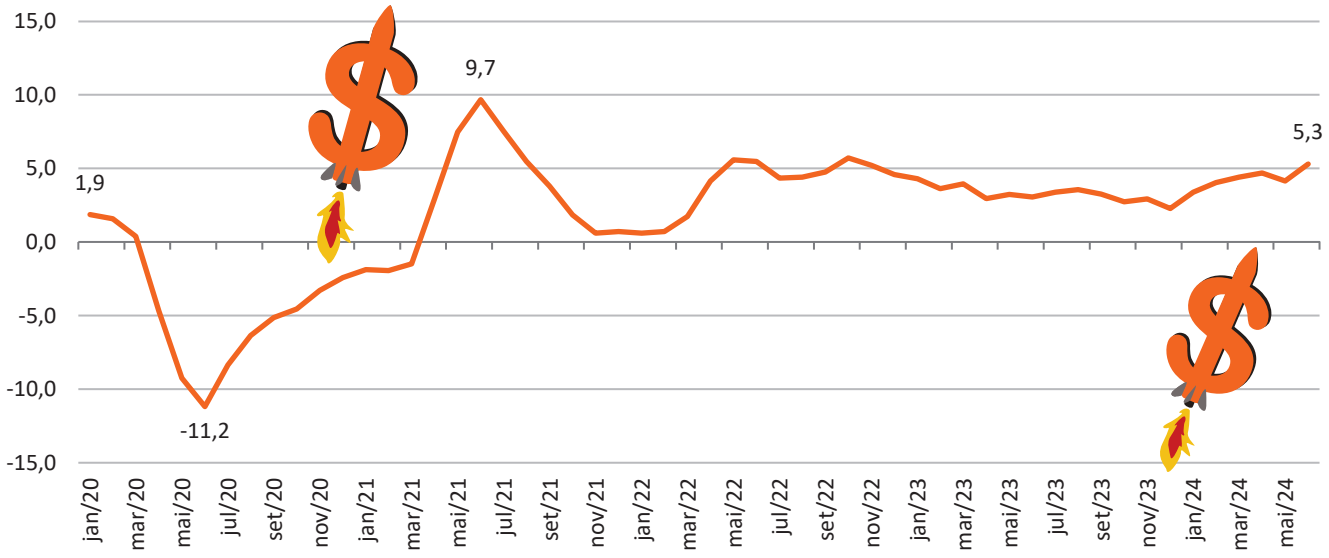
apertado, e sim da política do mínimo", afirma. Dados de alguns setores, como o revelado pela Sondagem da Construção do FGV IBRE, apontam, entretanto, a preocupação de empresários com escassez de mão de obra. Além disso, o Índice Nacional de Custo da Construção (INCC) de setembro indica uma variação acumulada do preço da mão de obra de 7,45% em 12 meses, bem acima do IPCA, reforçando o diagnóstico de mercado pressionado. "Um ponto positivo é que as estimativas iniciais para 2025 dão conta de um desempenho melhor do agronegócio – isso se a seca não comprometer as safras de soja e milho principalmente –, e também para a indústria extrativa, com a entrada em operação de novos campos de petróleo. Nesse sentido, podermos crescer em torno dos 2% com uma composição mais favorável em termos de inflação", afirma Silvia Matos. "Resta saber se conseguiremos desacelerar a parte cíclica da atividade, pois as restrições já se mostram presentes como nesses indicadores de mercado de trabalho."

> A produtividade da economia brasileira se deslocou para um nível acima da tendência pré-pandemia no início de 2023. Esse ganho se manteve até o segundo trimestre deste ano

Guilherme Mello, secretário de Política Econômica (SPE) do Ministério da Fazenda, afirma que a tendência para 2025 é de uma política menos expansiva. "Nossa projeção para 2024 era de ter um impulso fiscal neutro, e isso talvez não se confirme por conta da ajuda ao Rio Grande do Sul, que fechará em torno de R$ 25 bilhões. Também tivemos uma desvalorização cambial um pouco maior do que imaginávamos, e uma pressão em preços de alimentos e energia também pior do que imaginávamos, devido à seca. Sem isso, a inflação fecharia 2024 certamente abaixo de 4%. Mas se tratam de fatores exógenos", descreve. "Se a inflação seria menor que 4%, com crescimento estimado de 3,2%, então nossa economia não pode estar muito acima do seu potencial", defende, indicando que para 2025 a SPE projeta um crescimento em torno de 2,5%. "Levando em conta que, na nossa visão, o PIB potencial brasileiro está em torno de 2,5%, e que a economia está trabalhando próximo do seu potencial, não vemos risco imediato

Consumo das famílias – vitaminado?

Taxa de variação trimestral interanual (%) – Monitor do PIB



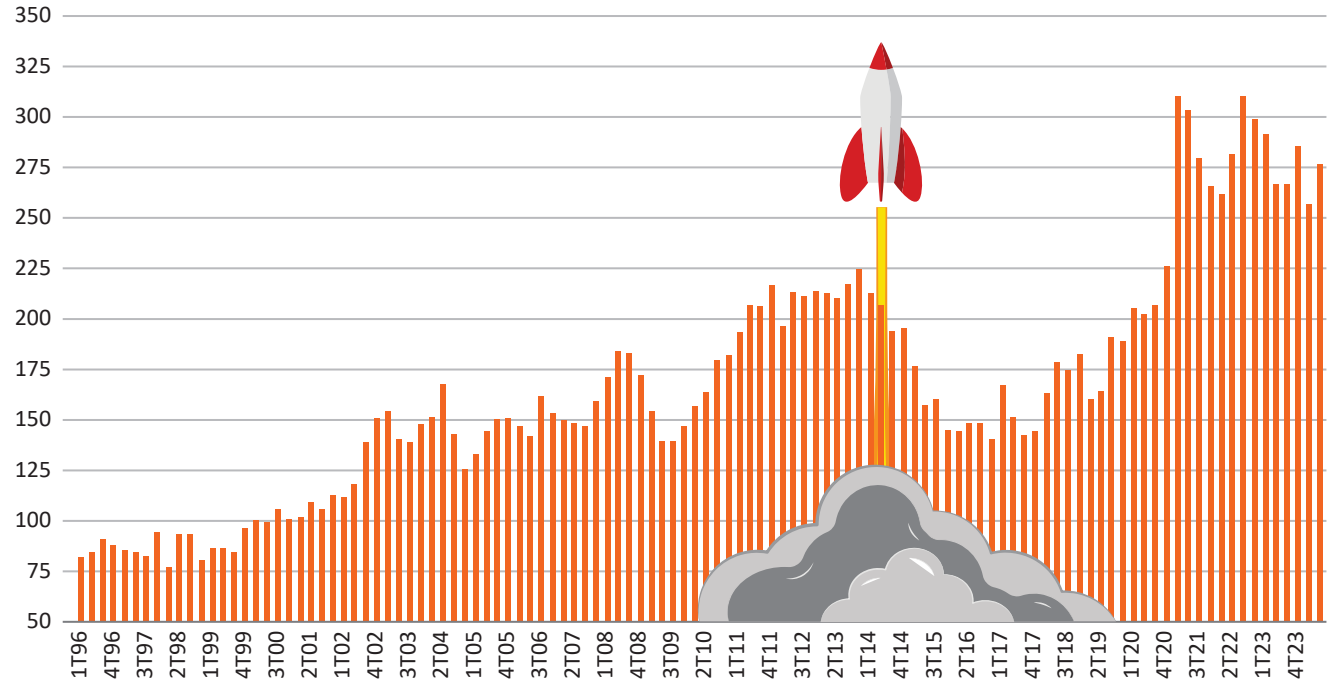
Fonte: FGV IBRE.

de superaquecimento, de uma situação que exija uma ação mais drástica. E, no ano que vem, como mencionei, vamos caminhar por um impulso fiscal muito mais próximo da neutralidade, talvez até uma pequena contração fiscal, a depender do cenário. Isso a gente ainda não fechou."

Para especialistas do IBRE, o desafio de política econômica adiante não se trata apenas do tamanho do impulso fiscal. Manoel Pires, coordenador do Centro de Política Fiscal e Orçamento Público (CPFO), dá um passo adiante, colocando em artigo recente (publicado no jornal *Valor Econômico*) a perspectiva de política econômica não apenas do ponto quantitativo, mas qualitativo. Ele recorda que, diante dos sinais de um hiato do PIB positivo, e encaminhamento da questão do desemprego alto, o foco de política econômica agora deve se deslocar da demanda de curto prazo para políticas de longo prazo, visando à melhora dos empregos e dos salários. "Com o fim da ociosidade, o governo agora deveria direcionar mais esforços para criar condições de promover o crescimento da produtividade, ampliando poupança nacional e os investimentos produtivos", afirmou no texto, reforçando que, para isso, é preciso uma mudança de estratégia. Sem diferenciar essas duas instâncias, aponta Pires, o resultado tende a ser uma inflação elevada que corrói renda e aumenta a pobreza; déficits externos que causam fragilidades no balanço de pagamentos; e bolhas "que ocorrem quando regulações são flexibilizadas para estimular o crédito para setores de baixa produtividade, comprometendo a eficiência do capital". Assim, em vez do risco de contratar efeitos negativos de uma economia crescendo acima de seu potencial, o melhor seria direcionar o foco na ampliação dessa capacidade de crescimento adiante. Em outro artigo (no mesmo jornal), Borges e Barboza fizeram recomendações no mesmo sentido: de que a política fiscal, depois de ser expansionista quando o hiato era negativo, deveria migrar para uma postura mais neutra, permitindo que a política monetária também caminhe para uma postura neutra, "recuando para algo em torno de 8,5% e 9% ao ano sem ameaçar o cumprimento da meta de inflação".

Brasil: renda real de recursos naturais (renováveis e não renováveis)

VAPBs nominais da agropecuária e extrativa mineral, em R$ bilhões constantes do 2º tri/24 pelo deflator do PIB total. Dados dessazonalizados



Elaboração: Bráulio Borges, com dados do IBGE.

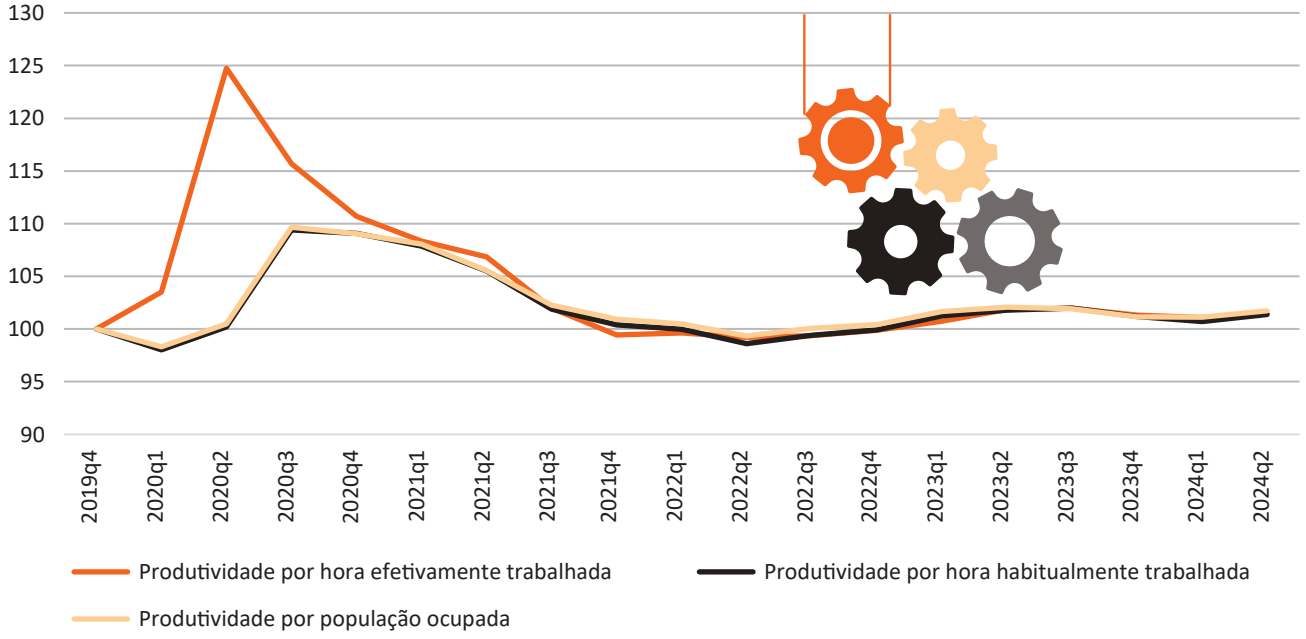
Equação multifacética

Ainda que a magnitude dos choques tenha levado a atenção dos pesquisadores para aspectos conjunturais e ganhos de curto prazo no comportamento do PIB, também está no radar o impacto de reformas e medidas microeconômicas de caráter estrutural que gradualmente passam a contribuir para a produtividade da economia brasileira – analisada a fundo pelo Observatório de Produtividade Regis Bonelli, coordenado pelo pesquisador Fernando Veloso – e, consequentemente, para ampliar o potencial da economia brasileira a médio/longo prazo. Os dados mais recentes divulgados pelo Observatório mostram que a produtividade da economia brasileira se deslocou para um nível acima da tendência pré-pandemia no início de 2023, e que esse ganho se manteve até o segundo trimestre deste ano. Mas Veloso ainda demonstra cautela na interpretação dos resultados, sinalizando a necessidade de acompanhar essa evolução por mais tempo para entender melhor a dinâmica observada no pós-pandemia.

Além de ganhos notórios e concentrados na atividade agropecuária em 2023, os pesquisadores do Observatório apontam como destaque a formalização do trabalho caracterizada na atual queda da taxa de desocupação, e que pode ser reflexo da reforma trabalhista de 2017. Como indicava Fernando de Holanda Barbosa Filho em entrevista à *Conjuntura* já em 2021 (*link*: https://go.fgv.br/ueHrGmwBoax), a conjuntura de baixo crescimento de 2017 a 2019 – média de 1,4% ao ano –, seguida do choque da pandemia, postergaram a verificação do efeito da reforma trabalhista de 2017 sobre a produtividade da economia. Com a recuperação mais robusta do mercado de trabalho a partir do ano passado, entretanto, os reflexos dessas mudanças passaram a ficar mais claros e observáveis. Cálculos do FMI divulgados este ano com base em informações de mais de 4,5 mil empresas indicam que, graças à redução da litigância trabalhista fruto da reforma, a produtividade total dos fatores (PTF), que mede a eficiência de uma atividade, cresceu 5% de forma agregada. O FMI indica que nas empresas mais intensivas em trabalho esse ganho chegou a 15% em relação às empresas menos empregadoras de mão de obra. A tendência verificada na recuperação do emprego com maior formalização também é referida, com frequência, como reflexo das mudanças trazidas pela reforma.

Evolução da produtividade do trabalho

(4º trimestre de 2019 = 100)



Fonte: Observatório da Produtividade Regis Bonelli - FGV IBRE.

Marcos Barbosa Pinto, secretário de Reformas Econômicas do Ministério da Fazenda, afirmou à jornalista Adriana Fernandes, da *Folha de S. Paulo*, que projeta um aumento de até 10% do PIB no médio prazo com um grupo de reformas e medidas microeconômicas que chama de "agenda silenciosa". Entre os itens previstos estão reformas financeiras, dando sequência a uma agenda de facilitação e barateamento de crédito capitaneada pelo BC há vários anos. Desse grupo, com o qual espera um potencial aumento de 3% no PIB – de acordo a estudo do BC –, constam medidas como o novo Marco de Garantias, aprovado em dezembro de 2023, que espera regulamentação, o regime legal de juros, de junho de 2024, e a alteração de regras para LCAs e LCIs, que restringiu a emissão desses títulos de renda fixa com isenção de imposto de renda, incentivando a migração de investimentos para o mercado de capitais, em especial a debêntures de infraestrutura incentivadas e títulos não incentivados.

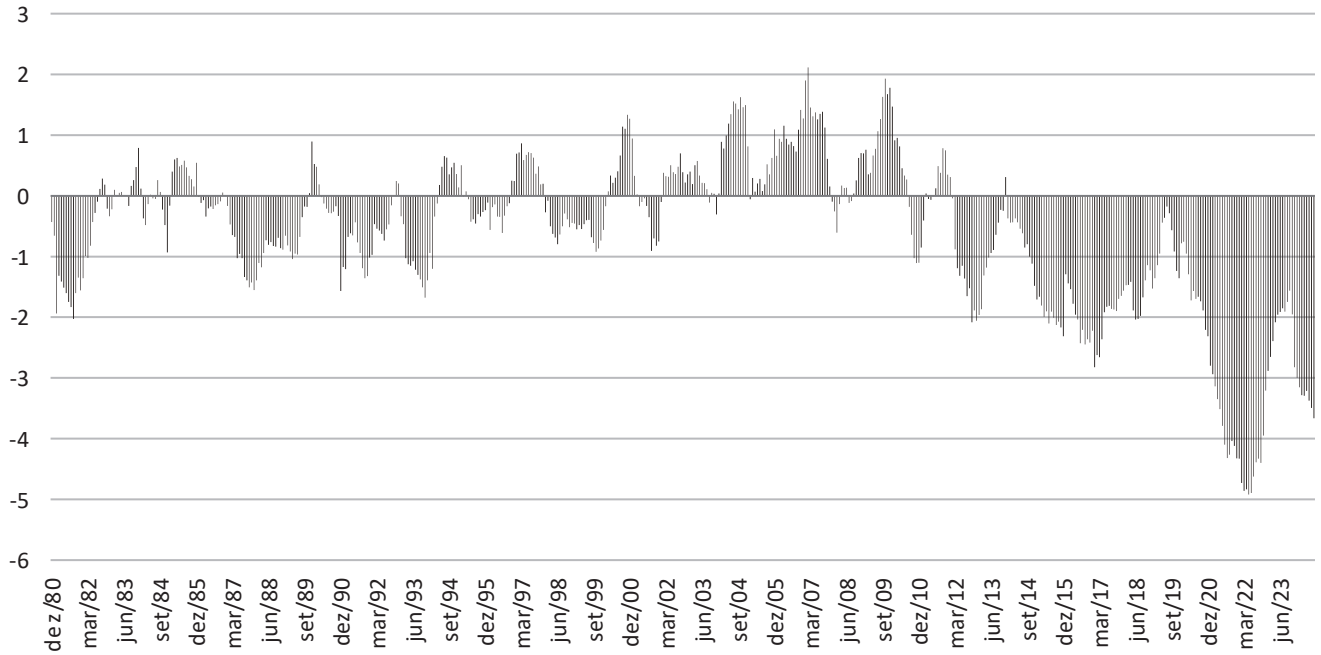
Na lista, há também o impacto estimado em 1% do PIB com o programa Pé de Meia, focado em mitigar a evasão escolar no ensino médio público, e, a de maior impacto, que é a reforma tributária, com impacto potencial de ao menos 6%, de acordo a estudo do FMI. Veloso, coordenador do Observatório da Produtividade Regis Bonelli, também já mapeou artigos que estudam o impacto da reforma tributária dos impostos sobre o consumo. Entre eles, pesquisa de Pedro Ferreira e coautores, em que se estudam os efeitos resultantes da unificação de alíquotas, mitigando a ineficiência na alocação dos fatores de produção; e da cumulatividade na tributação, "que encarece artificialmente os bens intermediários e também resulta em perda de eficiência". Os resultados, afirma Veloso, mostram que a reforma tributária pode gerar um aumento de 7,9% do PIB, com o maior efeito atribuído à eliminação da dispersão das alíquotas de tributação. "Outro resultado interessante é que, com poucas exceções, mesmo os setores que terão sua carga tributária aumentada obterão lucros mais altos. A razão é que a redução do custo dos insumos intermediários e a expansão da demanda de outros setores desencadeada pela reforma mais do que compensam o aumento da tributação", descreve Veloso.

Luiz Guilherme Schymura, diretor do FGV IBRE, adverte que, em se tra-

Brasil: anomalia de precipitações

Z-score (média 1991-2014 como "base"), acumulado em 12 meses

Última leitura: ago./2024



Fonte: INMET.

tando de medir a capacidade de crescimento da economia, não se pode perder de vista a natureza multifacetada das transformações que influenciam esse movimento. Sendo a eficiência de uma economia calculada de forma residual – ou seja, correspondente à parcela do crescimento que não é explicada pelo crescimento do uso dos fatores tradicionais de produção – é sempre prudente questionar se a medida de produtividade que se usa é capaz de abarcar a imensa tropa de variáveis que concorrem para esse resultado.

"Quem está no governo está acompanhando agendas de reformas diariamente, e em geral tende a alimentar uma visão otimista sobre seu impacto", ilustra o diretor do IBRE, lembrando do risco de que esse acompanhamento seja deixado de lado anos depois, quando os resultados dessas mudanças deveriam aparecer. Ele toma como exemplo a reforma da Previdência do governo de Dilma Rousseff, que instituiu o regime de previdência complementar de servidores públicos federais titulares de cargo efetivo. "Falamos muito de seus potenciais impactos no momento da aprovação, mas será que estamos nos preparando para fazer o devido acompanhamento desses servidores quando começam a se aposentar? Observaremos se a reforma trouxe de fato outra lógica ao serviço público, como uma retenção por mais tempo de capital humano qualificado?", questiona.

Schymura lembra que, nessa lista de variáveis observáveis, cabem de mudanças institucionais a mudanças de preferência da população. "Se por algum motivo os jovens passam a estudar com mais afinco, embora se trate do mesmo nível de educação já monitorado, essa pessoa pode se tornar mais produtiva quando entrar no mercado de trabalho. Ou, se a população passa a evitar o atraso no pagamento de contas, reduzirá um custo associado a essa prática que pode elevar o potencial de crescimento da economia", ilustra, reforçando a necessidade de um questionamento continuado sobre como identificar o impacto dessas transformações. "A meu ver, hoje falamos muito dos estímulos fiscais, mas há outras frentes que causam tanta apreensão quanto esta, como a tensão social envolvendo a violência, cujos impactos também chegam à produtividade", afirma.

Em se tratando de medir a capacidade de crescimento da economia, não se pode perder de vista a natureza multifacetada das transformações que influenciam esse movimento

Borges, por sua vez, tem se concentrado em outra frente emergente: a do impacto das mudanças climáticas. O pesquisador tem trabalhado na incorporação da contribuição do regime de chuvas para a evolução do potencial de crescimento do país, focando nas implicações para o setor elétrico e o agronegócio. A escolha se deu diante da constatação de que desde 2012 a média histórica de chuvas caiu drasticamente se comparada há de 70 anos – e de que, este ano, no período até setembro, o Brasil já tinha voltado a registrar quadros preocupantes de seca extrema. "Boa parte das análises ainda menospreza o impacto de diversos serviços ecossistêmicos sobre a economia – como para o PIB, produtividade, inflação.Levando em conta esse histórico de estiagem crônica, seria possível, por exemplo, incluí-la entre os elementos responsáveis por nossa 'década perdida' recente, dos anos 2010", diz.

Borges ressalta que a economia brasileira ainda não se adaptou totalmente a essas mudanças, destacando, no campo do agronegócio, levantamento do Ipea que indica uma queda de produtividade de 4% para 1,5% nos últimos anos. Esse cálculo leva em conta a produção já descontados fatores como aquisição de maquinário e insumos como fertilizantes e sementes. "No caso do sistema elétrico, tampouco dá para adaptá-lo da noite para o dia, reduzindo drasticamente o papel das hidrelétricas", diz, apontando a necessidade, diante desse quadro, de se investir em medidas de mitigação – como zerar o desmatamento em vários biomas, precificar corretamente a água e aprimorar o sistema de bandeiras tarifárias para um que antecipe o problema – e de adaptação, como ampliar o percentual de culturas irrigadas, e complementar a geração das demais fontes renováveis com sistemas de armazenagem em grande escala.