

A tendência do PIB brasileiro

A política fiscal, após ser expansionista quando o hiato era negativo, poderia migrar para uma postura mais neutra, permitindo que a política monetária também caminhe para uma postura neutra

Por Ricardo Barboza e Bráulio Borges

Valor, 01/10/2024

Poucas coisas chamam tanta atenção hoje no debate econômico quanto o desempenho surpreendente, resiliente, ou qualquer adjetivo que se queira dar para caracterizar o comportamento do PIB do Brasil.

De fato, os economistas achavam que a economia desaceleraria em 2021. Não aconteceu. Depois, a desaceleração viria em 2022. Também não aconteceu. Mesma coisa em 2023 e agora em 2024.

E havia razão para isso. A política monetária foi levada para patamar “significativamente contracionista” já no final de 2021, nas palavras do Banco Central. Mesmo com a queda da Selic vista de 2023 para cá, a postura da política monetária seguiu contracionista a todo momento. Hoje, por exemplo, a taxa real de juros ex ante está em 7,5% ao ano, enquanto o juro real neutro tem sido estimado em cerca de 5% ao ano.

Além disso, muitos economistas imaginavam que o efeito multiplicador dos gastos públicos sobre a demanda agregada no Brasil era baixo ou mesmo negativo, por sermos uma economia com relação dívida pública/PIB elevada. Nessa situação, uma expansão fiscal teria efeitos não keynesianos, ou seja, contracionistas. Para quem acha que esse diagnóstico é invenção nossa, sugerimos a releitura do boletim macrofiscal da Secretaria de Política Econômica do último governo, de novembro de 2019.

Ora, política monetária significativamente contracionista atuando lado a lado com uma “expansão fiscal contracionista” não poderia gerar bons resultados - daí a razão para expectativas tão pouco alvissareiras para nosso crescimento.

Já escrevemos neste espaço que esta década poderia se chamar “década surpreendente”, uma vez que, ao menos até aqui, o PIB efetivo vem dando de goleada nas expectativas do consenso de mercado. Mas há um ponto importante sobre esse tema que vale aprofundar.

Vejam a tendência do PIB brasileiro em dois momentos distintos. No pré-pandemia (2017 até fev/20) e no pós-pandemia (2021 em diante). Só não vê quem não quer, mas a tendência mudou. Passamos de um país que crescia cerca de 1,5% em média para um país que cresce cerca de 3% em média.

O que mudou de lá para cá? Muitos insistem em um discurso de que foi a agenda de reformas feitas desde 2016 - mesmo sem qualquer impacto disso, até agora, nas variáveis que deveriam ter sido sensibilizadas por elas, como a taxa de investimento ou a produtividade total dos fatores, dentre outras, como também já exploramos em artigos anteriores neste espaço.

A explicação que nos parece mais razoável diz respeito à mudança de postura da política fiscal, que não só pisou no acelerador, como passou a ter uma composição mais favorável, no sentido de aumentar a participação de despesas com maior efeito multiplicador. O maior destaque nesse sentido é o Bolsa Família, que passou de 0,4% do PIB até 2019 para 1,5% do PIB em 2023. Aliás, trabalho publicado na semana passada por pesquisadores do Fed de San Francisco estima um efeito multiplicador do Bolsa Família bastante elevado, de cerca de +2,3 no ano inicial, que perdura por alguns anos.

Essa explicação nos remete a um tema mais profundo: que os economistas brasileiros, de forma geral, subestimam os efeitos da política fiscal no PIB e superestimam a potência da política monetária.

Vejam os fatos da nossa experiência: de 2017 a 2019, houve uma importante consolidação fiscal no Brasil. O teto de gastos federal, de fato, limitou a despesa do governo central. A taxa de juros, de fato, caiu. Para quem não lembra, a taxa Selic chegou a 4,25% antes da pandemia começar. Mas o crescimento nesse período foi anêmico, configurando a pior recuperação do PIB após uma recessão em 40 anos - e isso mesmo com a economia operando com enorme excesso de ociosidade, algo que facilitaria um crescimento maior no curto prazo.

Já de 2020 para cá, houve expansão fiscal, seja pelo pacote de suporte fiscal da pandemia, por furos no teto de gastos, pela PEC da Transição ou pela “despedalada” nos precatórios. De fato, a taxa de juros ficou mais elevada nesse período (subiu para 13,75%, caiu para 10,50% e agora voltou a subir). E o crescimento do PIB segue forte. Vale lembrar que, no início do ano passado, a previsão mais otimista para o crescimento do PIB de 2023, entre os quase 100 respondentes da pesquisa Focus, era de 2,1%. Crescemos 2,9%! No começo desse ano, a projeção mais otimista para 2024 era 2,5%, e vamos crescer cerca de 3% (3,2% na projeção mais atual do Banco Central).

E importante: essa expansão recente ocorreu com inflação muito bem-comportada, particularmente os núcleos (que excluem itens mais voláteis), cuja alta deverá alcançar cerca de 3,5% em 2024.

Ou seja, foi preciso forte expansão fiscal (em todos os níveis de governo) - auxiliada por uma expressiva alta da renda real de commodities - no mesmo período para fazer com que, finalmente, a economia brasileira atingisse um quadro próximo do pleno emprego agora, em meados de 2024, depois de cerca de 36 trimestres (quase uma década) operando com excesso de ociosidade.

Isso teria acontecido caso o mix de política econômica tivesse sido outro em 2021-24, com política fiscal relativamente neutra e uma política monetária mais expansionista? Difícil dizer, mas: (i) sabemos que as defasagens com as quais a política monetária afeta a demanda agregada são mais longas que aquelas associadas ao impulso fiscal; (ii) a experiência de 2017-19 sugere que talvez uma Selic baixa por maior tempo não tivesse gerado a mesma recuperação da atividade; e (iii) há limites para a redução da Selic (Effective Lower Bound) e a política monetária pode ser menos eficaz em momentos de incerteza muito elevada (como tivemos em 2020 e 2021).

Agora, pode ser importante considerar uma eventual revisão no mix das políticas de estabilização macroeconômica. Com a economia próxima do pleno emprego, o crescimento do PIB efetivo precisa estar alinhado ao seu potencial, para evitar desequilíbrios, como

pressões inflacionárias e desafios nas contas externas. Estimativas recentes indicam que o crescimento potencial da economia gira em torno de 2% a 2,5% ao ano, enquanto o PIB tem crescido a uma média de 3% ao ano entre 2022 e 2024.

Assim, a política fiscal, após ser expansionista quando o hiato era negativo, poderia migrar para uma postura mais neutra, permitindo que a política monetária também caminhe para uma postura neutra, com a Selic recuando para algo entre 8,5% e 9% ao ano sem ameaçar o cumprimento da meta de inflação.

Ricardo Barboza é pesquisador associado da FGV Ibre, professor do IBMEC e Mestre pela PUC-Rio.

Bráulio Borges é pesquisador associado da FGV Ibre, economista-sênior da LCA Consultores e mestre pela USP