



Nelson Marconi

Professor adjunto da Escola de Administração de Empresas de São Paulo (FGV EAESP) e coordenador do Centro de Estudos do Novo Desenvolvimento

Como é possível crescer com taxas de juros tão elevadas? A incompatibilidade entre as políticas fiscal e monetária em xeque

A economia brasileira nos desafia, constantemente, a refletir sobre situações inusitadas e buscar explicações para fatos aparentemente contraditórios. Desta vez estamos nos debruçando com um cenário de taxas de juros reais elevadíssimas, entre as duas ou três maiores do mundo há anos, e um crescimento considerável do nível de atividade, que deverá superar 3% em 2024. A própria taxa de investimento se recuperou (ainda que comparativamente a um patamar prévio que é baixo), fato que seria incompatível com a teoria econômica mais rudimentar. Neste artigo, buscarei explicar essa aparente contradição e mostrar as implicações da estratégia que vem sendo adotada pela equipe econômica para estimular a evolução da renda nacional.

Para isso, inicialmente avaliaremos o cenário do nível de atividade comparando o desempenho da eco-

nomia no governo atual, com base nos dados disponíveis até o momento, com o quadro que se apresentava no último ano do governo anterior, isto é, 2022. Começemos pelo PIB. Os gráficos 1 e 2 mostram a variação acumulada nos primeiros três trimestres deste ano com o resultado em equivalente período de 2022 e também de 2023.

Os setores que mais contribuíram para o crescimento no período 2022-24 foram os exportadores de primários (ainda que seu impacto tenha sido maior em 2023), atividades financeiras, informação e comunicação, infraestrutura e outras atividades de serviços. Este último grupo inclui desde atividades profissionais e técnicas como administrativas, serviços pessoais, alojamento, alimentação e lazer até educação e saúde ofertadas pelo setor privado, bem como serviços



Gráfico 1: Variação % do valor adicionado, por setor de atividade, nos primeiros três trimestres de 2024, em comparação a semelhante período de 2022 e 2023

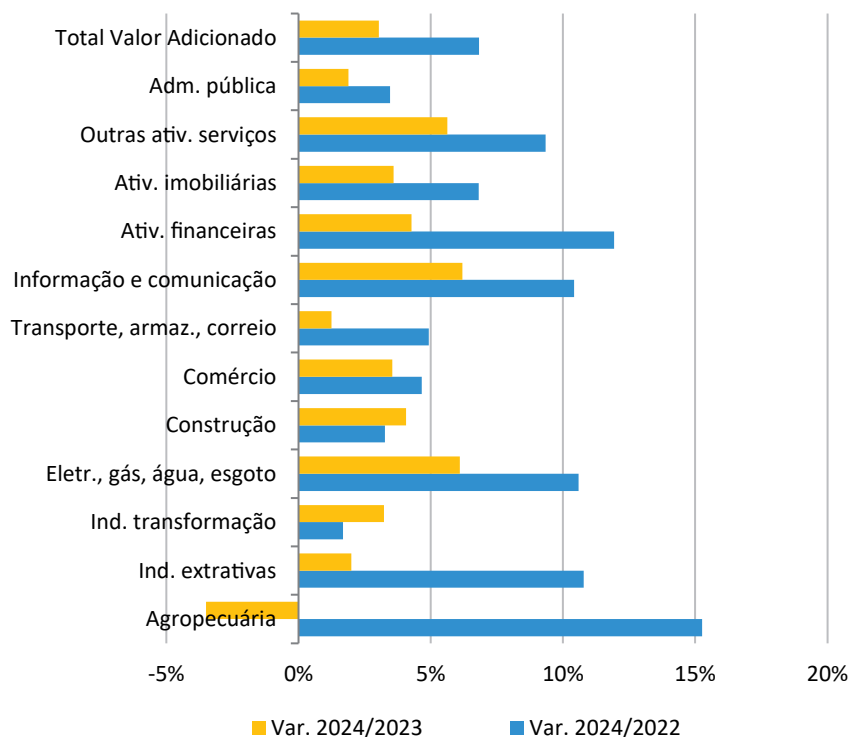
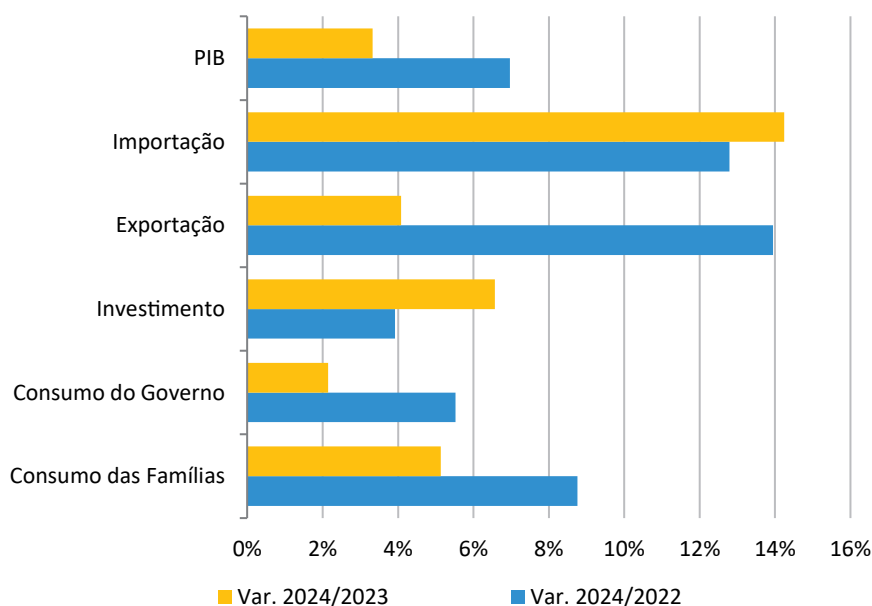


Gráfico 2: Variação % do PIB, por componente da demanda, nos primeiros três trimestres de 2024, em comparação a semelhante período de 2022 e 2023



Fonte gráficos 1 e 2: Contas Trimestrais IBGE, com cálculos do autor.

domésticos. Quanto aos tipos de gastos (componentes da demanda), predominaram as exportações e os gastos das famílias, ainda que as demais despesas, com exceção das importações, também tenham contribuído positivamente.

As pesquisas mensais do IBGE que acompanham o nível de atividade também destacam, de forma mais desagregada, alguns setores que cresceram substancialmente durante o período analisado. Muitos deles também são setores associados ao consumo das famílias (a despeito da elevação da taxa de juros), às exportações de primários ou à infraestrutura e construção, como pode ser observado na tabela 1.

Pequena relevância

Quanto aos investimentos, dados do IBGE demonstram que o crescimento da produção de bens de capital foi relevante apenas entre aqueles de uso misto, em que se destacam os equipamentos de informática. De resto, a construção e a infraestrutura contribuíram para a alta da taxa, bem como a importação de máquinas e equipamentos, que cresceu, segundo o MDIC, 18% em termos reais na comparação entre os períodos janeiro/novembro de 2022 e 2024. Logo, a contribuição da produção local de bens de capital para a taxa de investimento parece ter sido pouco relevante.

O recente crescimento registrado no investimento parece estar associado à infraestrutura, com ênfase para o saneamento, que aparenta

ter se beneficiado da definição de seu marco regulatório, e à informatização e digitalização desejável dos processos de trabalho. Alguns setores industriais, em virtude de seu desempenho, podem também estar ampliando sua capacidade produtiva,

mas infelizmente não há dados disponíveis que possam corroborar esta suposição.

A evolução da composição do emprego confirma o protagonismo de alguns dos já citados setores no processo de crescimento recente da

economia brasileira. A tabela 2 inclui uma análise da distribuição de trabalhadores pelas diversas ocupações e setores, elaborada a partir dos microdados da PNAD Contínua. São destacadas as combinações entre ocupação e setor que mais contribuíram, em termos absolutos, para a evolução do emprego entre o terceiro trimestre de 2022 e correspondente período em 2024. As 16 combinações entre ocupações e setores compreendidas na tabela 2 respondem por 79% de tal evolução.

Novamente, observamos que o número de trabalhadores aumentou consideravelmente em atividades associadas ao consumo das famílias, bem como nos setores da saúde e educação, além da já conhecida “uberização” do mercado de trabalho. Também houve forte expansão nas atividades ligadas ao setor de informação, seguindo tendência mundial. Há um mix de crescimento entre ocupações precárias e especializadas, reforçando a polarização no mercado de trabalho.

Este breve panorama setorial sobre o nível de atividade nos fornece importantes insumos para responder à questão inicial deste artigo, mas requer um suplemento oriundo do componente fiscal da política que vem sendo adotada. Do ponto de vista macroeconômico, o que pode ter contribuído para uma alta expressiva do emprego e, por consequência, da renda das famílias e do nível de atividade, mesmo em um cenário de juros altos? Olhando para os gastos que costumeiramente estimulam o crescimento, houve uma razoável

Tabela 1: Nível de atividade de setores selecionados

Variação (% entre jan-out 2022 e jan-out 2024)

Indústria	
Extrativas	6,8
Produtos alimentícios	6,6
Outros eq. transp. exceto automóveis	19,8
Móveis	9,0
Tecelagem, exceto malhas	12,9
Biocombustíveis	15,7
Prod. limpeza e polimento	16,9
Cimento	9,0
Tubos de aço	18,2
Embalagens de material plástico	9,4
Eletrodomésticos	31,4
Comércio	
Hipermercados e supermercados	9,8
Veículos	23,2
Eletrodomésticos	10,9
Art. farmacêuticos e perfumaria	19,7
Serviços	
Prestados às famílias	9,3
Tecnologia da informação	13,8
Técnico-profissionais	29,1
Transporte aquaviário	10,4
Esgoto e gestão de resíduos	8,8
Ativ. imobiliárias	16,6

Fonte: PIM, PMC e PMS - IBGE, com cálculos do autor.

Tabela 2: Número de trabalhadores em setores/ocupações

Variação absoluta entre os terceiros trimestres de 2022 e 2024

Oper. e instal. máq. na ind. baixa e média tecn.	121.952
Oper. e artesãos na ind. baixa e média tecn.	140.519
Profis. nível superior na educação	253.056
Cuidados pessoais na educação	161.122
Vigilantes e segurança	112.946
Oper. e artesãos no comércio	199.600
Apoio administrativo no comércio	122.447
Condutores autom. e motos no transp. e armazen.	388.558
Profis. nível superior na saúde	381.843
Profis. nível médio na saúde	225.882
Apoio administrativo na saúde	173.242
Ocup. elementares na limpeza e manut. edifícios	108.934
Serviços pessoais na alimentação	121.843
Profis. nível superior nas ativ. prof./cient./téc.	220.960
Diretores e gerentes nas finanças	133.963
Profis. nível superior nos serv. tecn. informação	118.438

Obs.: a variação em operários e artesãos no comércio deve-se essencialmente a profissões associadas à alimentação, bem como na manufatura de baixa e média tecnologia; já entre os profissionais de nível superior nas atividades profissionais, científicas e técnicas, há uma variação significativa no número de advogados, contadores, profissionais da publicidade e multimídia.

Fonte: Microdados da PNAD Contínua, com cálculos do autor.

recuperação dos investimentos, ainda que a base prévia de comparação seja baixa; as exportações também ajudaram, mas prioritariamente apenas em 2023; resta-nos, como motor do crescimento, um fator explicativo: os gastos do governo, que cresceram consideravelmente nos últimos anos, atingindo uma variação real de 11,5% no conceito primário e de 20,4% quando incluímos os juros na conta (conceito nominal), conforme podemos observar na tabela 3.

A tabela 3 exibe o comportamento de receitas e despesas do Tesouro

Nacional no período entre janeiro e outubro para anos selecionados. Nota-se que nos dois últimos anos houve um forte crescimento dos gastos com programas sociais (que estimulam o consumo das famílias), saúde, educação e juros – os quais, não esqueçamos, são uma fonte de renda para aqueles que conseguem poupar na sociedade; não é à toa que o setor de atividades financeiras tenha registrado o segundo maior crescimento no período 2022-24 e as vendas de automóveis, normalmente associadas aos consumidores de renda mais elevada, tenham

apresentado bons resultados. Saúde e educação também foram setores que cresceram e apresentaram elevação substancial no emprego. Outros setores de serviços e mesmo o comércio e a produção de manufaturas associadas ao crescimento da renda das famílias, como alimentos, foram beneficiados pelo aumento dos gastos sociais, que geram um efeito multiplicador para outros setores e agentes econômicos. Por sua vez, o gasto público com investimento também cresceu, mas ainda encontra-se em patamares bem inferiores aos registrados no passado.

O cenário atual e os dados demonstram que a política econômica praticada vem, mais uma vez, associando juros altos, gastos financeiros elevados e políticas sociais compensatórias, visando conciliar o inconciliável; nesse quadro, a economia brasileira consegue crescer momentaneamente, mas possivelmente tal dinâmica será interrompida pelo crescimento da dívida pública.

Deparamo-nos, assim, com o seguinte cenário: há uma meta de inflação inalcançável que justifica a prática de uma política monetária fortemente contracionista; simultaneamente, para compensar os efeitos da taxa de juros elevada e estimular o crescimento, o governo pratica uma política fiscal expansionista. Como resultado, temos o pior dos mundos: ambas as políticas implicam em elevação da dívida pública, deterioram as expectativas, criam espaço para movimentos especulativos – facilitados pela fragilidade de nossa regulamentação sobre

Tabela 3: Resultado Primário do Governo Central – acumulado entre janeiro e outubro

R\$ Bilhões – Valores de Out/2024 – deflator: IPCA

Discriminação	2014	2019	2022	2023	2024	Var % 2024/22
Receita total (exceto Previdência - RGPS)	1.313	1.284	1.667	1.557	1.693	1,6%
Receita administrada pela RFB	1.094	1.065	1.289	1.267	1.427	10,7%
Outras receitas	219	220	377	290	266	-29,5%
Transferências a estados e municípios	285	300	409	382	422	3,1%
Receita líquida (exceto Previdência - RGPS)	1.028	984	1.258	1.175	1.271	1,0%
Despesa primária (exceto Previdência - RGPS)	968	826	915	971	1.044	14,1%
Pessoal e Encargos Sociais	317	340	301	297	300	-0,3%
Créditos Extraordinários (exceto PAC)	6	4	38	2	15	-61,8%
Outras despesas obrigatórias	106	89	92	91	106	14,7%
Programas sociais (Abono, Seg. desemp., BPC, Bolsa Família)	181	165	218	296	309	41,8%
Educação	74	46	52	62	71	34,8%
Saúde	129	122	127	139	167	31,6%
Outras discricionárias	154	61	87	84	77	-10,7%
Resultado primário gov. central sem RGPS (acima da linha)	61	158	342	204	226	-33,8%
Receita previdenciária (RGPS)	474	442	469	495	514	9,5%
Despesa previdenciária (RGPS)	564	685	744	778	805	8,2%
Resultado da Previdência (RGPS)	-90	-243	-275	-283	-291	6,0%
Total de receitas líquidas	1.502	1.426	1.727	1.669	1.785	3,3%
Total de despesas primárias	1.532	1.511	1.659	1.748	1.849	11,5%
Resultado primário gov. central (acima da linha)	-30	-86	68	-79	-65	
Ajustes	5	13	7	-23	-2	
Resultado primário gov. central (abaixo da linha)	-25	-73	74	-102	-67	
Juros nominais	-333	-347	-452	-555	-694	53,5%
Total de despesas nominais do gov. central	1.864	1.859	2.111	2.304	2.543	20,4%
Resultado nominal do gov. central	-358	-421	-378	-658	-760	101,4%
Outros destaques:						
Custeio Administrativo	59	49	44	47	48	8,6%
Investimento	123	42	35	53	58	67,9%
Minha Casa Minha Vida	28	5	1	8	10	1.387,7%

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, com cálculos do autor.

os mercados de moeda estrangeira –, pressionam a taxa de câmbio, a inflação, novamente os juros e a dívida... e assim segue o processo. A política econômica é fruto de opções absolutamente contraditórias, como se os decisores fossem originários de sistemas solares distintos e não do mesmo Poder Executivo. Aliás, a adoção de políticas monetárias e fiscais conflitivas e contraproducentes é uma característica de nossa economia brasileira.

Não seria melhor termos uma meta de inflação mais realista e uma taxa de juros menor e uma decorrente despesa financeira declinante? E que o governo apostasse menos nas políticas compensatórias como estratégia de crescimento (sem desconsiderar o mérito dos gastos sociais, que são muito importantes)? Dessa forma, surgiriam estímulos tanto para um crescimento mais robusto do investimento privado como do público.

Há um limite fiscal para o prosseguimento da estratégia atual. É necessário um ajuste que combine uma elevação das receitas sobre os mais ricos, uma redução de desonerações, subsídios e emendas parlamentares e um controle mais estrito da evolução dos gastos, que aumentaram acentuadamente nos últimos anos, bem como, no futuro, a definição de novas regras previdenciárias e a recuperação do mercado de empregos formais para recuperar a sua correspondente arrecadação. É uma reforma difícil, mas não impossível, se o governo negociá-la no âmbito de um projeto mais amplo de desenvolvimento;

A política econômica
é fruto de opções
contraditórias, como se os
decisores fossem
originários de sistemas
solares distintos e não do
mesmo Poder Executivo

seu sucesso criaria condições, junto com a mudança da meta de inflação e a redução da taxa de juros, para a retomada dos investimentos públicos e a expansão dos investimentos privados, que diminuirão a necessidade de políticas compensatórias orientadas aos mais pobres (sem, logicamente, eliminá-las).

É insustentável, a médio prazo, a atual contradição entre as políticas fiscal e monetária. Torço para que seja encontrada uma solução baseada na moderação de ambas – a primeira tornando-se menos expansionista e a segunda, menos contracionista. Desta forma a economia brasileira poderá retomar o crescimento sustentado em substituição a uma situação atípica de elevado nível de atividade associado a taxas de juros também altíssimas. ▣

*Nelson Marconi escreve
a cada bimestre.*

