

“Em 2024, o que importa no PIB não é o número, mas a composição”

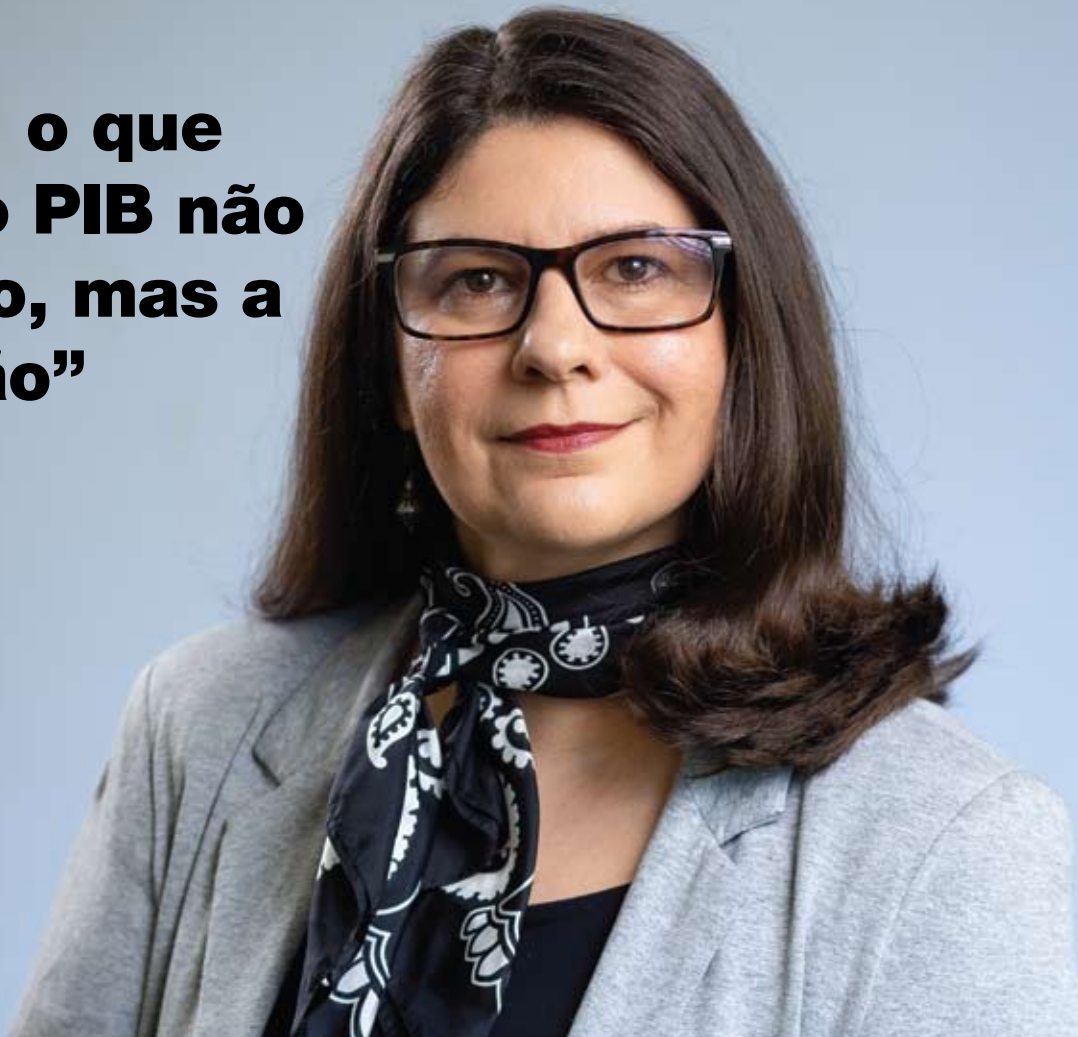


Foto: Marcelo Freire

Claudio Conceição e Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

A economista Silvia Matos afirma que 2024 será o ano da chamada “prova do pudim”. Atenta à evolução da economia brasileira ao detalhe, na coordenação do Boletim Macro do FGV IBRE, ela aponta que os ingredientes que comporão o PIB deste ano dirão muito sobre a capacidade que o Brasil terá criado para ampliar seu crescimento de forma sustentável. Nesta conversa para a *Conjuntura Econômica*, ela ilustra ricamente essa preocu-

pação. “Se tivermos medidas que comprometam o efeito da política monetária, será ruim, pois 2024 deve ser o último período do combate à inflação que chegou com o choque da pandemia”, afirma. Se o trabalho da política monetária for respeitado e a dinâmica econômica for mais disseminada, por sua vez, “estaremos garantindo um movimento não só de curto prazo, mas pensando em 2025 também”, conclui.

Conjuntura Econômica — Em 2023 houve uma importante distância entre as projeções iniciais para o PIB e o resultado final. O primeiro relatório de mercado Focus do ano indicava 0,78%, e fechamos em 2,9% como previu o Boletim Macro FGV IBRE. Para este ano, a projeção de PIB do Boletim Macro de fevereiro de 2024 – que costuma ser mais conservador que o do mercado – é de 1,4%. Há chances de revisões para cima na mesma proporção vista em 2023, e o que poderia motivá-las?

Sim. Cálculos preliminares apontam para um PIB de 1,5% devido ao melhor desempenho da indústria extrativa e da construção civil. É importante contextualizar as diferenças na atividade brasileira entre 2023 e 2022, para pensarmos o que poderia mudar em 2024. Em 2023, vale lembrar que cerca de 60% do crescimento veio de setores que chamamos de exógenos, menos sensíveis aos efeitos da política monetária, a qual no ano passado atuou para reduzir o crescimento econômico. Vimos, por exemplo, 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 de fato aconteceu. O que surpreendeu foi o consumo, e alguns segmentos de serviços. No caso destes, parte dessa melhora de desempenho em serviços foi explicada pela agropecuária, sobre a qual não tínhamos estimativas tão fortes no radar. O crescimento do agro puxou o de outras atividades, especialmente as de serviços, como transporte.

Para 2024, a agropecuária e seu reflexo em outros setores – *spillovers*, como chamamos – é um dos elementos que podem levar a uma revisão para cima do PIB, pois ainda não sabemos com precisão a intensidade do impacto das questões climáticas na lavoura, quais as implicações para as exportações de soja, por exemplo, que tem um grande peso no resultado do setor como um todo. Preveremos uma contração do PIB do agro para este ano (-3,4%, no *Boletim Macro de fevereiro*), mas já existem visões mais otimistas no mercado, de que o setor fechará com resultado menos negativo, ou até próximo de zero. Para mim, entretanto, ainda não está clara essa tendência de melhora. Há muita heterogeneidade entre as regiões, o que dificulta estimar como a produtividade foi afetada, seja pelas altas temperaturas, seja pelo excesso de chuva, prejudicando a análise para 2024.

Outro aspecto que pode influenciar o PIB, mas que é difícil de prever, é a possibilidade de um estímulo ao consumo, por meio de políticas de governo, e que não seria tão positivo. Já temos perspectivas de uma aceleração ao longo de 2024, com a tendência de queda de juros, em um processo, de certa forma, cíclico. Mas se houver a percepção de que a economia está crescendo menos do que se gostaria, e se buscar acelerar esse processo, até poderemos ter mais PIB, mas num cenário de juros pior.

Ou seja, sobre o PIB de 2024, o importante a se considerar é menos o número em si, mas a composição desse resultado. No caso do mercado de trabalho, por exemplo, é adequado observar uma acomodação não só em termos de novos empregos gerados,

mas de não haver um crescimento tão expressivo dos salários. Já vimos no passado choques de oferta que resultaram também em inflação de serviços e salários. Hoje ainda temos – tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil – uma inflação de serviços acima do que seria desejado pela autoridade monetária. Se tivermos medidas que comprometam o efeito da política monetária, será ruim, pois 2024 deve ser o último período do combate à inflação que chegou com o choque da pandemia. Ao contrário, se o trabalho da política monetária for respeitado, tanto aqui quanto na economia americana, permitiremos que a reação da economia aconteça de forma saudável. E, com uma composição melhor de crescimento da atividade, vindo também da indústria, da construção civil e, do ponto de vista da demanda, também do investimento, estaremos garantindo um movimento não só de curto prazo, mas pensando em 2025 também.

Em ocasiões recentes, vimos o governo federal destacando o papel do crédito para o crescimento, em um contexto em que o nível de comprometimento de renda das famílias ainda é alto e o crédito para empresas recém começa a reagir, depois de um 2023 complexo em função, entre outros, das taxas de juros. Em encontro com pesquisadores do FGV IBRE em fevereiro, o ministro Fernando Haddad declarou que tributo e crédito são pilares em que o Brasil tem espaço para melhorar (leia mais: <https://cutt.ly/ZwX28p4p>). Como avalia essa perspectiva?

Já vimos alguns reflexos da preocupação do governo em frear a ten-

dência de desaceleração econômica este ano. Um exemplo foram os R\$ 30 bilhões em antecipação de precatórios. Tanto no campo do crédito quanto no tributário há aspectos positivos, ligados à preocupação em melhorar a eficiência do sistema. Políticas que visam aprimorar o ambiente para o crédito são um exemplo (*o Ministério da Fazenda tem defendido a aprovação de oito projetos de lei voltados ao fomento desse mercado*), mas seus efeitos não tendem a se materializar no curto prazo, ainda que criem uma expectativa melhor em relação ao futuro do país. O mesmo acontece com a reforma tributária, que não é uma agenda de aumento de receita, mas de eficiência. Outra parte dessa agenda é a que visa um aumento de arrecadação, que tem dado algum resultado, lançando novas bases de receita..

A grande dificuldade, entretanto, ainda é um aumento de gastos para receitas insuficientes. Como conseguir zerar o déficit se essa conta não fecha? Porque se de um lado há aumento de arrecadação, que de certa forma estimula eliminar uma trava de gerenciamento, que politicamente pode ser melhor, do ponto de vista econômico é pior, pois o ideal, sabemos bem, é se organizar com base na arrecadação recorrente. Esse é o grande problema, pois parte do aumento de arrecadação esperada para este ano não é recorrente.

Do lado do crédito, como disse, há reformas muito importantes de melhorias de garantia, como no campo das debêntures de infraestrutura, mas muitas coisas ainda precisam ser votadas. Políticas microeconômicas são super bem-vindas. Agora, querer acelerar o crédito sem redução

de inadimplência, sem redução de endividamento, considero arriscado. Políticas como o Desenrola devem ser vistas com o objetivo de diminuir o grau de endividamento, dar às famílias uma condição financeira mais saudável que as permitam, em um segundo momento, tomar um crédito em condições melhores e mais barato, diante de uma política monetária mais favorável, e não para acelerar o consumo.

A perspectiva adiante é de melhora do crédito, mas no curto prazo

Não tenho uma visão negativa sobre crédito, mas é preciso respeitar o tempo necessário para sua retomada, com o recuo da taxa de juros – até porque ainda estamos combatendo a inflação

ainda não vejo condições para acelerá-lo. Na Sondagem do Consumidor do FGV IBRE de fevereiro, um dos aspectos mais negativos captados é sobre a situação financeira. Pelo menos no grupo de respondentes da pesquisa, parece que houve uma expectativa muito grande em relação ao Desenrola que não se confirmou. Já na Sondagem da Construção, que tem uma visão mais otimista da con-

juntura, entre os principais fatores limitativos estão, além de falta de mão de obra, o acesso a crédito. Estes são exemplos ilustrativos de que não é porque viramos o ano que o crédito deixou de ser caro, e todos os segmentos tenham perspectivas positivas quanto a isso. A princípio, não tenho uma visão negativa sobre crédito, mas é preciso respeitar o tempo necessário para sua retomada, com o recuo da taxa de juros. Só não podemos furar esse *timing* adequado – até porque, como disse, ainda estamos combatendo a inflação.

Voltando ao tema das projeções de crescimento, em fevereiro o presidente do Banco Central, Roberto Campos, ressaltou – ao afirmar que tinha a “intuição” de que o primeiro trimestre do ano seria melhor que o esperado, em função dos resultados do mercado de trabalho e do setor de serviços –, que o mercado financeiro tem errado nas previsões há três anos, remetendo à ideia de subestimação de um aumento do potencial de crescimento do país. Qual a sua avaliação?

Bom, temos aí uma discussão mais de curto prazo, e outra de prazo maior. Sobre o primeiro trimestre deste ano, excetuando a questão do agro, que ainda é uma caixinha de surpresas, a pergunta que fica é sobre o desempenho de consumo das famílias e dos setores de serviços. As Sondagens do FGV IBRE divulgadas até o momento trazem um aspecto um pouco mais negativo – o que também não pode deixar de ser visto com atenção, diante da grande heterogeneidade dentro do Brasil. Mas há outros dados que corroboram o

sentimento de cautela para este início de ano. Um indicador que gosto de acompanhar é o de gastos de cartão de crédito e de transações por Pix divulgados pelo Itaú BBA, que também apontam a certa desaceleração depois do final de ano.

Outro fator importante é que talvez nossos termômetros ainda não estejam capturando mudanças mais persistentes de padrão de consumo desde a pandemia. Já tivemos deflação de bens manufaturados e uma inflação de serviços mais resistente. Mesmo assim, setores de serviços ainda surpreendem, enquanto a manufatura está sofrendo mais os efeitos da política monetária. Se há de fato uma transformação, ainda é difícil dizer. Infelizmente, não temos a Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) do IBGE atualizada, que seria essencial neste momento para identificar se se trata de uma questão conjuntural ou mais permanente. Tampouco temos dados de poupança das famílias para o Brasil, como há nos Estados Unidos; apenas *proxies*. Isso em se tratando de observar o padrão de consumo das famílias, mas ainda há o consumo das empresas, que podem ter sido alterado com as mudanças no mercado de trabalho e o aumento da adoção tecnológica. Hoje identificamos uma desaceleração no campo dos serviços de tecnologia da informação, identificada na Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE, mas ainda é cedo para falar de uma mudança estrutural ou efeito conjuntural. Talvez tenha havido uma aceleração da demanda por alguns serviços, com efeitos mais estruturais.

Se observamos os dados do Monitor do PIB da FGV, vemos por

exemplo que 2023 fechou com o consumo 4,5% acima do nível pré-pandemia, em fevereiro de 2020. Já os bens semiduráveis – como segmento de vestuário e calçados, por exemplo, está 18,9% abaixo nessa comparação. E em bens duráveis a distância é de -3,9%. Ou seja, mesmo com a queda da inflação e o consumo ter voltado, e até superado o nível antes da Covid, a composição da cesta está muito diferente.

No caso da mensuração do PIB nos últimos anos, que leva ao deba-

Talvez nossos termômetros
ainda não capturem
mudanças persistentes de
padrão de consumo desde
a pandemia. Não temos a
POF atualizada para essa
identificação

te sobre o PIB potencial, há alguns fatores que nos ajudam a avaliar melhor o quadro, quando analisados o investimento e a produtividade. Quando a gente olha a taxa de investimento, houve um aumento, após registrar valores abaixo de 15% em 2017, devido aos efeitos da severa recessão de 2014-2016. Com a pandemia, a queda da taxa de juros e o *boom de commodities* ajudaram a

impulsionar a taxa de investimento, mas necessariamente não houve ainda um espalhamento, que provocasse um impacto estrutural expressivo. E, pelo lado da produtividade, há ainda muita contaminação nos segmentos. O Observatório da Produtividade Regis Bonelli (<https://ibre.fgv.br/observatorio-produtividade>) divulgará o balanço de 2023 agora em março. A princípio, o que se pode dizer é que setores em que o Brasil tem vantagem competitiva – como a agropecuária e a indústria extrativa – têm mostrado bons resultados. Mas quando olhamos o setor de serviços como um todo, posso dizer que ele registrou algum crescimento, mas ainda não há garantias de que esse aumento de produtividade seja constante ao longo dos próximos anos. Por ora, só é possível dizer que é um resultado melhor do que em períodos anteriores.

Hoje, ao menos não vemos um colapso. Do lado da produtividade, paramos de ver números negativos e 2023 será o primeiro ano depois da pandemia – lembrando que durante a pandemia houve um aumento efêmero dessa taxa, fruto de implicações das medidas de isolamento –, com resultados mais positivos. O mesmo acontece com o PIB potencial. De que melhora estamos falando? Na pré-pandemia, calcula-se que ele estava em torno de 1%. Logo, vivemos um período chocante, atípico, de um potencial mais próximo de 1%. A gente saiu disso, mas não a ponto de saltar para 2,0%-2,5%, entende? Houve, sim, reformas que colaboraram para melhorar o ambiente de negócios, que ajudam a tirar o país de um período em que a taxa de investimento caiu

para 15%, de um cenário de recessão muito negativo com, digamos assim, uma destruição de alocação de recursos e produtividade. Agora voltamos a um cenário mais padrão, com a ajuda expressiva de alguns setores. Mas ainda resta a pergunta se isso será recorrente. Minhas estimativas de PIB potencial do Brasil ainda estão entre 1,5% e 1,8%. Ou seja, é mais positivo, mas ainda é um potencial de crescimento baixo.

Entre os pesquisadores do IBRE, há divergências quanto ao grau de influência das reformas e medidas microeconômicas no desempenho da atividade recente. Qual sua análise?

É uma questão difícil. Se levarmos em conta que o crescimento de 2023, como ressaltéi, foi muito dependente do agronegócio e outras atividades menos cíclicas, vemos que não foi apenas uma questão microeconômica ou de uma mudança de visão do Estado sobre produtividade. Além disso, frequentemente vemos preocupações surgirem – por exemplo, sobre a política de preços da Petrobras, seu impacto sobre o retorno do investimento. Então, diria que estamos em uma situação melhor, mas ainda não afirmaria que esse grupo de reformas – entre as quais a reforma trabalhista, os marcos legais setoriais, as medidas microeconômicas operadas pelo Banco Central visando ao mercado de crédito, para citar algumas – já gerou todos os efeitos que poderia. Ainda não vimos, por exemplo, um salto na produtividade dos serviços. Sinais positivos existem, mas pulverizados. E vale lembrar que, quando medimos a PTF (produti-

vidade total dos fatores, que mede a eficiência no uso dos recursos de uma economia, como capital físico e do trabalho), o resultado histórico é pior ainda. Portanto, sou um pouco mais cautelosa ao fazer um julgamento, ao achar que essas reformas conseguem mudar um panorama tão complexo. Se por um lado podemos considerar, por exemplo, ganhos na adoção de novas tecnologias, temos que lembrar que somos um país com baixo desempenho educacional, baixa poupança, baixo

Constatamos que o repasse cambial aumenta quando as expectativas estão muito desancoradas. O maior exemplo começou em 2011, quando houve um cavalo de pau na política monetária

investimento, o que leva a que essa adoção tecnológica não seja um fenômeno generalizado.

Um aspecto importante que me preocupa é a parte demográfica. No período do chamado bônus demográfico, tínhamos um potencial para aumentar a taxa de participação. Junto a um aumento da escolaridade, mudanças como a da Previdência, aumentando a idade

mínima de aposentadoria, isso levaria mais pessoas a trabalhar. Hoje, entretanto, estamos caminhando na direção oposta, para um ônus demográfico. Além disso, falta mão de obra qualificada em setores como o de serviços, no qual os salários aumentam acima da produtividade. Já vimos isso no passado, e sabemos que é inflacionário.

O que quero destacar é que está mais difícil acelerar o crescimento. Os números do mercado de trabalho também apontam a isso. Quando você tem ociosidade, como aconteceu nos últimos anos, com o hiato do PIB negativo, é mais fácil acelerar o crescimento sem gerar pressão inflacionária. Agora, sem um agro tão forte e sem esse hiato do produto, não será tão simples.

Diante desse quadro, acho que a prova do pudim sobre nossa capacidade de crescimento será 2024. Se conseguirmos um crescimento acima de 2% e a inflação ceder, com uma expansão mais generalizada, aí podemos pensar em um potencial maior.

Considera que a iniciativa do IBGE de revisar o cálculo das Contas Nacionais para incorporar mudanças relacionadas a setores como meio ambiente e economia digital é positiva?

É importante acompanhar as recomendações e tendências apontadas por organismos internacionais, mas meu receio é de estar dedicando esforços para algo em uma situação na qual falta o básico. Não temos recursos para fazer a POF (a última pesquisa é de 2017/2018), o Censo Agropecuário (a última pesquisa é de 2017), tivemos dificuldades para fazer o Censo populacional

e o concluímos com falhas. Veja, quando tratamos da necessidade de observar mudanças de padrão de consumo, até para calcular melhor a inflação, estamos falando da necessidade de ter a POF atualizada anualmente. A medição das Contas Nacionais pelo lado da demanda precisa de aprimoramento. No caso da PNAD Contínua, ela deveria ser revisada com inclusão, por exemplo, de dados de mais alta frequência de mercado de trabalho, como horas trabalhadas. Ou seja, estamos muito distantes do que seria o desejado em termos de informações sobre a economia brasileira. Insisto: não poderíamos postergar pesquisas importantes como a POF, seria importante ter mais alta frequência no Censo Agropecuário. Por mais que seja atraente olhar para tendências inovadoras, não podemos nos esquecer dessas questões básicas.

Recentemente, houve um estudo de sua coautoria com mais seis pesquisadores de diferentes instituições que relaciona mudanças de política monetária com a desancoragem das expectativas inflacionárias, gerando efeitos sobre a tomada de decisão sobre preços no nível microeconômico. Parte da pesquisa já foi aprovada para publicação no *Journal of Monetary Economics* (<https://cutt.ly/vwMMYvN2>). Como avalia a importância desse trabalho? Há lições para o momento atual?

Este é um esforço de pesquisa que tem como objetivo mostrar, de forma robusta, a relevância da ancoragem das expectativas de inflação na economia. A pesquisa tem uma agenda ampla. Uma parte (ainda

não publicada) mostra de forma robusta que as expectativas de inflação estão relacionadas com as decisões que as empresas tomam para fixar os preços de seus produtos. Quando as expectativas de longo prazo estão desancoradas, os reajustes são mais pronunciados.

Um dos diferenciais de nosso trabalho foi conciliar dados de qualidade de diante de uma flutuação pronunciada de expectativas como vemos no Brasil. Só conseguimos fazer esse *link* graças às informações produzi-

Na pré-pandemia, calcula-se que o PIB potencial estava em torno de 1,0%. A gente saiu de números muito baixos, mas não a ponto de dar um salto para 2,0%-2,5%

das no IBRE. De um lado, usamos os microdados do Índice de Preços ao Produtor Amplo (IPA), com os quais pudemos analisar o repasse que empresas industriais fazem aos seus clientes de aumentos de custo provocados pela alta da cotação do dólar. E, de outro, as séries históricas das Sondagens Empresariais, que complementaram os dados obtidos do Boletim Focus, do Banco Cen-

tral, na observação das expectativas dos agentes referentes à inflação.

Analisamos o período de 2008 a 2020, e pudemos constatar que o repasse cambial aumenta múltiplos quando as expectativas estão muito desancoradas. O exemplo mais marcante que identificamos foi o período 2011 – quando houve a decisão do Copom de mudar a direção da taxa de juros (*de março de 2010 a julho de 2011, a Selic passou de 8,75% para 12,5% ao ano; nas quatro reuniões seguintes, caiu 2 pontos percentuais, para 10,5% a.a.*) –, que só terminou em 2016. A política monetária foi na direção contrária à que os números indicavam, foi um cavalo de pau. Isso gerou uma perda de credibilidade que, como pudemos identificar, demorou para ser recuperada.

Uma segunda parte da pesquisa (que se transformou em um artigo que já está sendo publicado) mostra que as expectativas podem ficar rapidamente desancoradas se o Banco Central deixar de perseguir a meta de inflação. Nós avaliamos os microdados da pesquisa Focus para caracterizar esse fenômeno. De fato, com a mudança abrupta de política monetária em agosto de 2011, houve uma desancoragem nas expectativas e apenas alguns anos depois, as expectativas voltaram a ficar reancoradas, após a mudança de governo. O artigo também apresenta um modelo teórico, corroborando uma interpretação estrutural dos dados empíricos.

Quando a pesquisa foi divulgada, no primeiro semestre de 2023, vivíamos um momento em que a decisão do Copom quanto à política monetária estava sendo questionada, e havia dúvidas quanto à manutenção da meta de inflação para 2024/2025. A

manutenção foi positiva pois, apesar de toda a pressão no campo fiscal, foi uma sinalização de que não se quis ultrapassar o sinal vermelho. Mesmo que a convergência da inflação para a meta possa acontecer em um horizonte mais longo, sabe-se que os protocolos estão sendo respeitados. Agora, como já mencionei, o combate à inflação ainda não está dado. É preciso observar, neste início de ano, a inflação de serviços, de salários em serviços intensivos em mão de obra, por exemplo. Pode ser que o Banco Central continue num ritmo de corte de 50 pontos, reduzindo depois esse ritmo para ter mais garantia de que a taxa terminal é a mais adequada diante do quadro atual, porque ainda tem muitas questões fiscais a serem observadas, a possibilidade de uma política expansionista, com medidas como crédito subsidiado, que a depender da proporção, podem comprometer esse ritmo.

Diante da agenda de reformas e de políticas liderada pelo governo federal, qual sua perspectiva para a evolução da produtividade?

Acho que toda essa agenda de reformas microeconômicas, de mercado de crédito, aumento de garantias é positiva, e é mais fácil de se avançar, pois sofre menos pressão de grupos de interesse. Mas, como já mencionei, temos desafios no campo da educação e da qualificação dos trabalhadores, ainda mais em um mundo com importantes mudanças tecnológicas. Temos visto agora o debate em torno da nova política industrial lançada pelo governo, e quando pensamos em competitividade da indústria, inovação e desen-

volvimento tecnológico, vemos que isso é intensivo em capital humano. Para isso, precisamos de mão de obra qualificada e polos tecnológicos.

Penso que nos segmentos nos quais o Brasil possui vantagem comparativa podemos avançar mais facilmente. Agora, a agenda de competitividade depende muito de se ter os incentivos corretos, e aí vem a questão dos subsídios. Um problema que temos no Brasil é que, em geral, nosso ambiente de negócios penaliza as empresas pro-

Pois uma coisa é desejar uma indústria competitiva, inovadora, e outra é fazer isso acontecer. Hoje, é muito difícil pensar no sucesso de uma política tão ampla com os instrumentos apresentados

ductivas, dificulta a sua expansão e beneficia empresas pouco produtivas. E isso também passa por nosso sistema tributário, por regimes especiais como Simples e MEI – que também alimentam um problema previdenciário. São elementos sobre os quais tratamos no livro *Anatomia da produtividade no Brasil* (Elsevier, 2017), que continuam vigentes, e que ainda devem travar a evolução

da produtividade, porque é uma agenda que tem muito mais grupos de interesse envolvidos, que se beneficiam dessas políticas.

Qual a sua avaliação da Nova Indústria Brasil (NIB) que o governo lançou recentemente?

Como já foi mencionado em recente Carta do IBRE (<https://cutt.ly/rwMMOkJ6>), precisamos aprender com os erros do passado. Pois uma coisa é desejar uma indústria competitiva, inovadora, e outra é fazer isso acontecer. Hoje, é muito difícil pensar no sucesso de uma política tão ampla, que abarca tantos segmentos, com os instrumentos que foram apresentados. Os exemplos que temos no Brasil são muito localizados, com forte apoio de pesquisa, e, a meu ver, não serão replicados a partir de instrumentos como compras públicas ou regras de conteúdo nacional. É uma mistura de uma visão moderna com instrumentos antigos. Veremos em breve como será o desenrolar dessa política, e como será a pressão dos grandes segmentos em torno das decisões. Tenho um pouco de cautela sobre esses desdobramentos, e considero que as melhores chances de bons resultados estão nos segmentos em que já temos vantagens. Além, claro, em medidas transversais que nos ajudem em questões como a alta informalidade, a baixa qualidade do ensino e produção de inovação, as distorções macroeconômicas. Senão, ficamos presos nessa mistura estranha, de querer ser polo tecnológico em várias coisas, sem ter a ambição necessária para garantir o básico necessário para chegar aí. ■