

BRASIL: Crescimento lento, mas consistente (novembro de 2024)

Prof. Dr. Rubens R. Sawaya

Professor e vice coordenador da Pós-Graduação em Economia Política do Departamento de Economia da PUC-SP



Fatos econômicos mais relevantes

Situação econômica e sistema produtivo	Inserção internacional
<ul style="list-style-type: none"> A economia brasileira tem apresentado crescimento com elevação da renda e diminuição do desemprego. De um crescimento puxado pelo consumo e políticas públicas, a produção industrial e o investimento privado puxam agora o crescimento. O crédito dos bancos públicos garante o financiamento dos investimentos. O Governo vem tendo sucesso em sua política de incentivo ao crescimento econômico apesar das pressões contrárias para elevação das taxas de juros básicas. 	<ul style="list-style-type: none"> O saldo da balança comercial vem caindo. O crescimento econômico pressiona as importações de bens de capital e intermediários. No Balanco de Transações negativo eleva-se o aluguel de equipamentos e remessas de lucros. A desaceleração chinesa leva a uma queda no preço das exportações. Investimentos produtivos atraídos pelo crescimento e entrada de capital especulativo pela taxa de juros cobre a diferença.
Política fiscal	Política monetária
<ul style="list-style-type: none"> O Governo tenta manter sua estratégia de realizar o ajuste fiscal com crescimento econômico e não com cortes de gastos. O crescimento das receitas vem superando a elevação das despesas. O déficit primário caiu 5,5%. O pagamento de juros sobre a dívida pública é o principal fator que eleva a dívida/PIB. A relação dívida/PIB não é preocupante. Está dentro dos padrões históricos. A estratégia é resolver a questão fiscal com crescimento. 	<ul style="list-style-type: none"> O Banco Central volta a elevar a taxa básica de juros. A meta de 3% se mostra inatingível, ou só seria alcançada em uma nova recessão. A taxa de juros é ineficaz no combate a suposta inflação de demanda. Seu impacto é muito forte sobre os gastos públicos e a deterioração da relação dívida/PIB. Crescer é a melhor solução para estabilizar a inflação no longo prazo.
Perspectivas econômicas	
<ul style="list-style-type: none"> Hoje a economia só cresce por conta das expectativas positivas geradas a partir do impulso fiscal inicial com forte efeito multiplicador sobre a atividade. A pressão do mercado financeiro por uma política contracionista fiscal e monetária tem emparedado o governo e impedido sua ação para o crescimento. Se o Governo ceder às pressões do mercado financeiro, pode inviabilizar sua própria estratégia de ajuste fiscal pelo crescimento do emprego e da renda. 	

Diagnóstico Económico

Situação econômica e o sistema produtivo

Impulsionado por uma política fiscal expansionista em 2023, o PIB brasileiro continua sua trajetória de crescimento em 2024. Agora começa se refletir no investimento privado na elevação da capacidade produtiva. Comparando-se o segundo trimestre de 2024 com 2023, o **PIB elevou-se em 2,8%**, puxado por um crescimento de 4,8% no consumo e **5,4% no investimento privado**. A ocupação da capacidade produtiva média está superando 80% o que, mantida a tendência de crescimento econômico, faz com que os empresários invistam em ampliação e modernização de suas plantas produtivas. **Espera-se um crescimento da economia para este ano superior a 3%**. Dados da produção mostram a indústria como destaque na comparação do segundo trimestre de 2024 com o mesmo período de 2023, com **elevação de 3,8% a produção da industrial geral e 3,4% da indústria de transformação**. Destaca-se o **crescimento de 7,3% na produção de bens de capital** comparando-se o acumulado de janeiro a setembro de 2024 com o mesmo período de 2023. Tomando-se setembro de 2024 contra o mesmo período de 2023, essa elevação foi de 14,1%. Esses números demonstram que **o crescimento do PIB começa a ganhar qualidade** estrutural pela elevação da oferta para atender a demanda crescente. Assim, se haviam pressões inflacionárias pelo excesso de demanda, como é natural do crescimento dado que setores diferentes possuem diferentes elasticidades de oferta, aos poucos, com investimentos produtivos privados, a oferta eleva-se.

É interessante notar a contradição entre o crescimento do PIB, da produção e do investimento industrial diante de uma política monetária contracionista do Banco Central, de contínua elevação das taxas de juros. O **BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social é, no Brasil, o principal financiador** de investimentos industriais em razão de as taxas de juros dos bancos privados serem em média superiores a 30% ao ano (o que é histórico), portanto proibitivas. **O BNDES elevou seus desembolsos em 21,4%** no acumulado de janeiro a junho de 2024 comparado com 2023, puxado pelos **desembolsos para indústria e infraestrutura que se elevaram em 23% e 38% respectivamente**. Em março de 2024 a carteira de crédito do banco alcançou R\$504 mil milhões com uma elevação de 22% sobre 2022. É o principal financiador do novo Plano de Ação de Crescimento e da nova Política Industrial.

Como reação positiva ao crescimento econômico, **a taxa de desemprego vem caindo sistematicamente**. Passou de 7,9% em janeiro para 6,4% em setembro deste ano. O rendimento médio real do trabalho elevou-se em 4,8%, enquanto a massa de rendimento cresceu 8% comparando-se o acumulado de janeiro a setembro de 2024 com 2023. Esses números mostram que o emprego vem crescendo e lentamente também se eleva em qualidade, o que está relacionado ao crescimento da produção industrial, indo além da elevação do emprego em serviços que normalmente envolve empregos de mais baixa remuneração e produtividade. A elevação dos salários impulsiona as empresas a investirem em tecnologia dando maior qualidade ao crescimento.

O governo vem tendo sucesso em sua política de promoção do crescimento econômico. De qualquer forma, **crescer 3% em 2024 ainda é pouco** para que a estratégia de diminuir o déficit público pela elevação da arrecadação seja visível, embora os gastos públicos já venham crescendo menos do que a receita líquida do governo central. Essa estratégia de crescimento vem sendo bombardeada diariamente pelos opositores do governo e pelos economistas do mercado financeiro. Acusam o governo

de estar fazendo “política populista” que seria insustentável porque a economia estaria crescendo acima de seu potencial. Por isso a acusam de inflacionária. **Essa crítica ocorre justamente quando os investimentos começam a se elevar** para aumentar o potencial produtivo e o aprimoramento tecnológico, elevar a oferta. **Sem atentarem-se para a lógica dinâmica** do crescimento, criticam o governo. De forma contraditória, defendem que não pode haver crescimento e diminuição do desemprego supondo que o nível de desemprego estaria abaixo da imaginária “taxa natural”. Assim desejam manter a economia em semiestagnação, o que no final talvez represente menos pressão inflacionária, mas com elevação da pobreza e queda na arrecadação tributária, impedindo o próprio ajuste fiscal que defendem.

Inserção internacional

Se o crescimento econômico resulta em algum **problema, este está relacionado à elevação das importações**, tanto de bens de capital como de bens intermediários – partes, peças e componentes para a indústria. O ajuste delicado deve levar em conta a necessidade de reindustrialização brasileira de forma organizada e planejada, tanto para evitar atrasos nos investimentos em setores chaves, como para evitar pressões sobre as contas externas pela elevação das importações. Essa preocupação está na Nova Política Industrial, mas de forma não explícita. Também deveria estar no conjunto de estratégias do BNDES para resolver esses gargalos.

No acumulado de janeiro a setembro de 2024 em relação ao mesmo período de 2023, **as exportações elevaram-se apenas 0,3%** em valor, enquanto **as importações cresceram 7,8%**. O principal motivo para a estagnação nas exportações foi a **queda nos preços dos principais produtos exportados**, petróleo, soja e minério de ferro que representam quase 30% do total. A elevação das importações reflete o crescimento econômico observado no ano, impulsionada por bens de capital e bens intermediários, dada a elevada **dependência da indústria nacional por máquinas, partes, peças e componentes importados**. Assim, **o saldo comercial apresentou queda de 21,2%**. Principalmente por isso, o saldo do **Balanco de Transações, tradicionalmente negativo**, também apresentou uma **piora em 12,1%**, com destaque para o pagamento de aluguéis de equipamentos e propriedade intelectual, característica do fato de a produção industrial brasileira ter as empresas transnacionais como eixo. A Conta Capital tem compensado e mantém o saldo do Balanco de Pagamentos positivo. Tanto o crescimento econômico tem atraído investimentos produtivos, como as elevadas taxas de juros contribuem para a atração de capital especulativo de curto prazo na Conta Capital.

A questão externa pode ser um gargalo para o crescimento da economia brasileira novamente sujeita à **“restrição externa”**. Entre 2003 e 2010, seu último ciclo de crescimento, conseguiu fechar as contas externas pela boa fase de crescimento chinês que garantia superávits comerciais significativos. O saldo comercial excessivamente **concentrado em commodities de baixa elasticidade**, baixo valor agregado e muito dependente da economia chinesa, são fatores que fragilizam o setor externo, o que aparece com a **desaceleração daquela economia**. Isso se agrava ainda pelo fato de que, gradativamente, a China busca diminuir sua dependência de produtos agrícolas e, de outro lado, está com excesso de produção de produtos siderúrgicos para exportação, levando à queda nos preços do minério de ferro. **A guerra comercial com EUA e Europa** e as questões no oriente médio têm impedido a contínua expansão daquele país.

De outro lado, a **crise que Argentina** se autoimpôs e que levou a maior queda no PIB já vista naquele país, também agrava a situação externa das exportações brasileiras. A Argentina é o principal

parceiro comercial do Brasil em produtos industrializados de maior valor agregado. **Os EUA**, outro parceiro comercial importante para o Brasil, o segundo após a China e, com uma pauta de produtos na corrente comercial mais diversificada, contribui para o saldo negativo da Balança Comercial brasileira há tempos, sem expectativa de mudança por conta da **dependência estrutural do capital transnacional** daquele país que a indústria brasileira tem.

A solução de curto prazo para o Balanço de Pagamentos seria incentivar o crescimento com a **atração de investidores** produtivos externos, diminuindo sua dependência de capital especulativo que se alimenta das elevadas taxas de juros brasileiras. Mas, **essa não é uma solução estrutural de longo prazo** dado que grande parte do déficit brasileiro em Transações Correntes relaciona-se justamente a essa dependência. A cada nova onda de crescimento, as empresas estrangeiras se modernizam via importação de máquinas e equipamentos e, depois transferem às matrizes o valor criando pelo pagamento de royalties, remessa de lucros, aluguel de equipamentos, pressionado ainda mais o já negativo Balanço de Transações.

Trata-se de um problema estrutural clássico histórico que só pode ser resolvido com **incentivo à reindustrialização nacional com apropriação e criação de tecnologia própria**, objetivos de longo prazo.

Política fiscal

A **disputa sobre a questão fiscal** no Brasil é o que mais tem atrapalhado o crescimento econômico. O mercado financeiro critica o governo por gastar mais do que arrecada, por ter um elevado déficit primário. Usa esse fato como justificativa para elevar as expectativas de inflação e obrigar o Banco Central a aumentar as taxas de juros. Argumenta que esse desequilíbrio contribuiria ainda para elevar a relação dívida/PIB levando os investidores a temerem uma “insolvência do Estado”, exigindo um prêmio de risco sobre a dívida pública, taxas básicas de juros mais elevadas. O problema é que taxas de juros mais elevadas é o que de fato eleva a relação dívida/PIB e não déficit primário.

O mercado vem conseguindo cercar o governo neste círculo infernal exigindo cortes de gastos, o que provocaria uma queda no crescimento econômico a exemplo de 2015 quando o PIB despencou para um crescimento negativo de 3,5%. Com essa queda, o déficit primário até então inexistente, explodiu por conta por conta da queda na arrecadação. A falta de visão do mercado financeiro sobre a dinâmica econômica e seu foco em ganhos de curto prazo pelas elevadas taxas de juros justificam seu posicionamento contra o crescimento econômico.

O governo, sob enorme pressão, tenta **manter sua estratégia de realizar o ajuste fiscal prometido no novo “Arcabouço Fiscal” com crescimento econômico**, portanto, pela consequente elevação da arrecadação com fez entre 2003 e 2010. Afirma ainda ser danosa a elevação das taxas de juros básica pelo Banco Central diante de uma inflação entre 4,0% e 4,5%, próxima do teto da meta de 3%, excessivamente baixo para os padrões brasileiros e que só foi alcançado com a recessão brutal de 2015 e 2016. Por outro lado, é a taxa de juros básica que têm elevado a relação dívida/PIB como já é histórico no Brasil, e não qualquer “excesso” de gastos.

Com o atual crescimento do PIB, mesmo tímido, **as receitas líquidas (excluídas as transferências para Estados e Municípios) do governo central elevaram-se 5,1%** em termos reais, enquanto **as despesas cresceram 4%**, comparando-se o acumulado em 12 meses até agosto de 2024 com 2023, na mesma base, movimento que explica a diminuição no déficit primários em 5,5%. Portanto,

como prometido pelo atual governo, **o ajuste fiscal vem ocorrendo**. De outro lado, **as despesas com juros**, decorrentes da elevada taxa básica, **cresceram 14,9%** na mesma base de comparação e, hoje, abocanha 36% das receitas líquidas, enquanto o déficit primário representa 10,9%. O pagamento de juros é 74% do déficit nominal. Isso significa que não é possível diminuir a relação dívida/PIB cortando gastos primários. **A relação dívida/PIB líquida estava em setembro de 2024 em 63,4% e a bruta em 78,3% pelo novo método ou 85,8% pelo método antigo**. Vale ressaltar ainda que essa relação não é descabida para os padrões dos últimos anos, só tendo sido mais baixa nos anos de crescimento econômico entre 2005 e 2014.

Na contínua pressão do mercado financeiro, em nenhum momento é ressaltado os gastos com juros. Pressionam cortes nas políticas sociais, saúde, educação, previdência que acusam de ser a causa do problema fiscal. Para se ter um exemplo, o déficit na previdência – decorrente das reformas tanto trabalhista como de cortes na previdência que diminuiu a arrecadação – equivale a 30% do que se gasta com juros sobre a dívida pública. Isso significa que com o nível atual de taxa de juros, **os cortes nos gastos primários nunca diminuirão a relação dívida/PIB**. Adiciona-se a isso o fato de as políticas sociais serem distributivas e gerarem efeito positivo sobre o próprio crescimento econômico, portanto sobre a arrecadação tributária em uma lógica dinâmica macroeconômica.

Essa pressão do mercado pode inviabilizar o crescimento econômico. Este até parece até ser o objetivo. **Esse jogo de força determinará o desempenho da economia em 2025**. Se o governo aceitar os cortes propostos, destruirá sua estratégia de **resolver a questão fiscal com crescimento**. A reforma tributária aprovada apenas rearranja receitas e não ataca o problema principal, a extrema **regressividade da arrecadação** que recai sobre os mais pobres e freia o efeito multiplicador. A nova proposta de **taxar grandes fortunas** pouco interessa ao mercado financeiro que, além de se beneficiar dos juros elevados sobre a dívida pública que carrega, perderá parte de sua liquidez especulativa diária.

Política monetária

A **média histórica da inflação brasileira desde 2000 foi de 6,5%**. No **período de forte crescimento do PIB, entre 2005 e 2010, a inflação média foi de 4,9%**. Entre 2015 e 2019 (excluindo a pandemia), período de forte recessão, a inflação média foi de 5,6%. Só esteve em 3%, centro atual da meta, entre junho de 2018 e setembro de 2020, com a economia estagnada e um PIB inferior ao de 2014, em sua maior parte durante a pandemia de Covid. Portanto, a meta de inflação foi estabelecida durante um período de estagnação. **Por isso são fortes os indícios de que é inatingível**, a não ser com uma nova recessão.

Parece ser o que o mercado financeiro deseja ao afirmar que “pelas contas do mercado seria necessária uma taxa de juros em 14,5% para levar a inflação a 3%”. Defende que o Banco Central deva elevar a taxa básica em 0,5% nas próximas reuniões do Copom (Comitê de Política Monetária). Hoje a taxa básica de juros, **a Selic, está em 11,25%** ao ano, diante de uma taxa de **inflação entre 4,0% e 4,4%** (INPC e IPCA acumulado em 12 meses até setembro respectivamente), abaixo do teto da meta. A esse nível a **taxa real de juros básica está em torno de 7% ao ano**. De qualquer forma, a taxa básica ainda é bem inferior as taxas cobradas pelos bancos privados que chegam a 40% ao ano (crédito recursos livres), mostrando que a taxa básica e as taxas bancárias não estão vinculadas **colocando em questão sua eficácia em combater inflações de demanda**.

O objetivo do Banco Central declarado é **impedir o crescimento econômico**. Diante das expectativas de inflação definidas pelo próprio mercado financeiro, a economia estaria crescendo acima de seu potencial e isso exigiria uma política monetária contracionista para “ancorar as expectativas”. O mercado financeiro pressiona o Banco Central a levar a inflação para o centro da meta, objetivo impossível. Assim, **mesmo como a taxa de inflação estável, a pressão é contínua**. E, muitas vezes, a **“expectativa” do mercado financeiro de elevação da inflação** antes do fato tem se tornado uma **“profecia alto realizável”**: a inflação sobe porque o mercado disse que subiria – ele cria as próprias expectativas. Tudo com base em uma teoria fundada em hipóteses e não em fatos, que imagina a existência de uma taxa de desemprego natural (curva de Philips vertical) não inflacionária.

Com essas taxas de juros, a **economia só consegue crescer** por conta do crédito com recursos direcionados e dos **bancos públicos BNDES, Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil**. O **crescimento também é resultado do impulso fiscal** com taxas de inflação relativamente estáveis. A economia brasileira é oligopolizada e muito sensível a alterações na taxa de câmbio diante de sua dependência de importações, o que torna quase impossível diminuir a taxa de inflação abaixo de determinado patamar. Não se trata de uma inflação de demanda embora seja natural pressões sobre os preços quando a economia cresce. Além disso, **os preços dos alimentos, das matérias primas e do petróleo são definidos no mercado internacional** e, quando se elevam no mundo, pressionam a inflação sem alterações na taxa de câmbio.

De maneira interessante, **a inflação brasileira tende a ser mais baixa quando a economia cresce**, como antes apontado. As empresas elevam suas receitas com o aumento do volume das vendas e não dos preços. Dessa forma, **a solução para inflação baixa e estável é o crescimento econômico**, a elevação do investimento e da oferta agregada. Mas os economistas do mercado financeiro não pensam na dinâmica da economia. Trabalham com uma **teoria econômica que tem se mostrado equivocada** no mundo, bem as aplicam em um país com especificidades que não constam dos manuais de macroeconomia.

O novo presidente do Banco Central pode trazer algum alento no sentido de tentar baixar a taxa de juros básica. Mas é em parte impedido pela meta de inflação extremamente baixa, uma restrição legal à sua ação, embora também conste de suas obrigações a preservação do emprego. Enquanto isso, alimentada pelo pagamento de juros, a relação dívida/PIB cresce e, tautologicamente, reforça o argumento de que o problema da inflação é a questão fiscal, e que a taxa de juros deve ser elevada por conta do “risco fiscal”.

Perspectivas econômicas

A resiliência da economia brasileira para o crescimento é surpreendente. A principal razão para isso é o fato de a decisão de produção e do **investimento estarem ligadas às expectativas de longo prazo**, de faturamento e ganhos futuros, uma vez que, olhando para as taxas de juros, um fenômeno de curto prazo, nenhum empresário aumentaria a produção ou investiria em nova capacidade no Brasil.

Outra razão para crescimento diante das adversidades políticas e das teorias econômicas contrárias ao crescimento é o **tamanho do mercado brasileiro**. Este possui um enorme contingente de pessoas pobres com uma propensão a consumir elevada. Assim, pequenos estímulos como os realizados pela política fiscal em 2023 e 2024, **pequenos gastos adicionais** como por exemplo o programa “Bolsa Família”, **geram um forte efeito multiplicador** empurrando para cima a atividade econômica, além, é claro, de diminuir a miséria no país.

A guerra de versões sobre os determinantes da dinâmica da atividade econômica está fundada não apenas em debates teóricos entre economistas, mas em **interesses específicos de determinados grupos**. A transferência de recursos públicos aos mercados especulativos via taxa de juros sobre a dívida pública é um fato real. Está muito **difícil ao governo enfrentar essas forças políticas adversas** que tem como objetivo impedir o crescimento e acabar com as políticas sociais sob o argumento de que são elas que geram o déficit público e elevam a relação dívida/PIB, sem nunca colocar na conta a questão dos gastos com juros, resultado da contradição de suas próprias estratégias.

Claro, o argumento é que os juros são elevados por conta da expectativa de inflação de demanda gerada por um déficit público primário. Defendendo cortes de gastos, deprimem a atividade econômica o que acaba por elevar o déficit público, tanto pela queda na arrecadação como pelos elevados juros pagos, elevando a dívida/PIB. Mas, como a inflação está relativamente estável e é causada por outros fatores, o argumento muda para o “risco de quebra do Estado” pela elevação da relação dívida/PIB causada pela própria política, o que, de outro lado, afugentaria o capital especulativo estrangeiro provocando uma desvalorização cambial e nova pressão sobre a inflação e sobre as taxas de juros, o que eleva a relação dívida/PIB. **O argumento tautológico e cambiante, conforme a necessidade, tem emparedado o governo impedindo as políticas de crescimento.**

Além dessa **pressão do mercado financeiro contra o crescimento econômico**, há uma oposição **política no Parlamento que trabalha pelo fracasso** do governo atual com o objetivo de inviabilizar suas ações de modo a garantir a volta da oposição ao governo em 2026. Em paralelo atuam os políticos de oposição que esperam o surgimento de um novo candidato de extrema direita em substituição ao Presidente anterior inelegível. Neste contexto, também permanece aceso o sonho do mercado financeiro de construir um novo candidato afinado com seus interesses. Por enquanto parecem estar ganhando o jogo com a pressão contra o crescimento econômico com auxílio da imprensa, pelo menos enquanto têm como aliado o atual presidente do Banco Central indicado pelo governo anterior que deixará o cargo em janeiro de 2025.

A economia brasileira **continuará sua trajetória tímida de crescimento** em meio a essa guerra. O governo tem alguns instrumentos a seu favor como os bancos públicos fornecedores do crédito necessário com taxa mais baixas do que as do mercado financeiro. O novo **Plano de Ação do Crescimento** assim como a nova **Política industrial** têm funcionado como instrumentos de ação relevantes e que parece ganharem fôlego lentamente.

O pior dos cenários para o governo seria aceitar os cortes de gastos nas políticas sociais que impulsionam o crescimento e melhoram a condição de vida das pessoas mais pobres. Se o governo ceder, pode perder o controle sobre o crescimento e será bombardeado pelo mercado financeiro com ajuda da imprensa. Confiante, o mercado já derrubou um governo em 2016 quando conseguiu impor suas políticas por meio de um interventor em 2015 que causou o enorme desastre na atividade econômica por oito anos.