

31/10/2024 10:15:09 - AE NEWS

ARTIGO/MARCELO KFOURY MUINHOS: SURPRESA NA ATIVIDADE E FRUSTRAÇÃO NO FISCAL



Dentre as várias surpresas que nos tem brindado o ano, há um consenso sobre o bom desempenho da atividade econômica, não só o crescimento do PIB, que surpreendeu fortemente no 2º trimestre, mas também o aquecimento do mercado de trabalho, que tem o menor valor do desemprego desde 2014. Há também, não uma surpresa, porém uma constatação, a fragilidade das contas públicas. Esse artigo trata desses dois assuntos e projeta tanto a dívida bruta como a taxa de juros para um futuro próximo.

Nos últimos três anos, o consenso de mercado para o Focus tem projetado no início do ano um crescimento bem baixo (2022 0,3%, 2023 0,8% e 2024 1,5%) e devemos fechar 2024 com o crescimento ao redor de 3% pelo terceiro ano consecutivo. O inverso acontecia nos anos anteriores à pandemia da covid-19, o mercado esperava no início do ano um resultado mais alto do que o crescimento verificado no período de 2017 a 2019, cujo crescimento foi ao redor de 1,5%. Provavelmente há um mecanismo implícito de correção de erros, quando o mercado acha que errou para um lado do ano anterior e compensa para o outro no ano próximo. Isso pode estar acontecendo novamente para 2025, quando o consenso espera um crescimento menor do que ocorrerá este ano, de 1,93%.

31/Out/2024 16:24

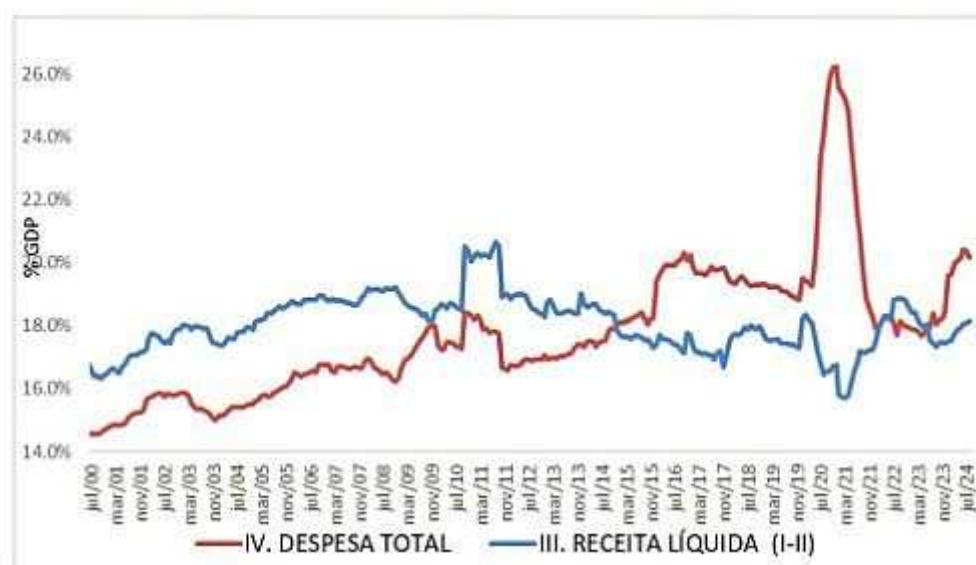
O crescimento no primeiro semestre do ano foi bem mais forte do que o esperado na própria véspera da divulgação dos números e deixou um carregamento estatístico de 2,5% já para o ano como um todo. Esse conceito quer dizer que, mesmo se for zero o crescimento no segundo semestre, ainda assim o PIB aumenta 2,5% no ano. Já segundo o IBC-BR (uma proxy do PIB mensal do BCB), com o resultado até agosto, o carregamento estatístico do 3º trimestre é de 0,6%, mas há uma sensação de que ocorrerá um arrefecimento do PIB no segundo semestre. De todo modo, o consenso do ano ainda é de crescimento de 3%.

Há discussão sobre as causas dessa aceleração do PIB, além da dúvida se realmente pode ter havido um aumento do PIB Potencial. Uma pista sobre essa última variável latente é que o desempenho do mercado de trabalho é indício de uma super utilização do emprego ao invés de ter havido um real aumento da produção potencial via produtividade. O valor do desemprego com ajuste sazonal de agosto de 2014 de 6,6% é o menor da série histórica da PNAD Contínua que começa em 2012, e se considerarmos a série interpolada pelo IPEA, é o menor desde 1995. Há uma discussão se o NAIRU (desemprego não inflacionário) diminuiu depois da reforma trabalhista, mas ao considerarmos o hiato do produto, ele se tornou ligeiramente positivo no terceiro trimestre de 2024, saindo de uma média de 3% negativo em 2021 na minha principal medida, sugerindo um PIB potencial ao redor de 2%.

Há também uma discussão inconclusiva sobre os drivers do crescimento, principalmente para o consumo das famílias, que cresceu 3,67% nos últimos quatro trimestres. O crédito pessoa

física chegou a crescer 5,3% em junho nos últimos 12 meses e teve uma pequena redução na ponta, com o spread da pessoa física no segmento livre tendo caído de 47,66% em maio de 2023 para 40,59% em agosto de 2024. A massa salarial, mesmo sendo o mercado de trabalho uma variável mais reativa do que antecedente do ciclo, está crescendo cerca de 8% nos últimos doze meses. E temos também, como um outro driver para o crescimento das famílias, os gastos governamentais, que aumentaram 11,5% em termos nominais nos primeiros oito meses do ano contra o mesmo período do ano anterior.

As despesas totais do governo central tiveram um crescimento muito acentuado até maio de 2024, totalizando 20,5% do PIB contra uma média de 18,1% em 2022. Esse aumento foi principalmente impactado pelo aumento nos benefícios previdenciários, que passaram de uma média de 7,9% em 2022 para 8,7% em maio, e pelos gastos com precatórios, que aumentaram para 0,9% do PIB no meio de 2024 de 0,2% em 2022. De maio até agosto, há uma queda nos benefícios previdenciários, que explicam grande parte da queda na despesa total (de 20,5% para 20,1%). (ver gráfico abaixo)



O próprio déficit primário tem caído ligeiramente saindo de 2,52% em maio para 2,26% em agosto e com a compensação com os gastos com o Rio Grande do Sul, o déficit esperado para o fim do ano é de 0,6% do PIB e próximo a esse valor para 2025. O nó górdio, que tira o sono dos investidores, é como serão as contas públicas nos próximos anos, principalmente no próximo, e onde se estabilizará a dívida bruta. Nas minhas estimações, que estão próximas as do Focus, a dívida estará em cerca de 86% em 2027 e 90% em 2031.

Uma variável importante, além do superávit primário, para prever a dívida bruta é a taxa de juros. Para a estabilização da dívida, os juros reais não podem ser muito mais altos que o crescimento, pois se for esse o caso, um superávit muito alto é exigido para estabilizar a dívida. Segundo a minha regra de Taylor para inflação convergir para perto de 3%, os juros deveriam estar em 11% no final de 2025, cerca de 10,5% em 2026 e se estabilizar ao redor de 9,5% no longo prazo, ligeiramente superior ao Focus. Com esse nível de juros e um PIB potencial de 2%, para a dívida se estabilizar ao redor de 81%, haveria necessidade de um

superávit primário ligeiramente acima de 3% a partir de 2026, impossível de ocorrer num ano eleitoral.

Concluindo, o PIB tem surpreendido positivamente ao crescer pelo terceiro ano seguido ao redor de 3%, mas ainda trabalhamos com um potencial ao redor de 2%. Portanto foi necessário apertar a política monetária, dado o contexto de uma política fiscal mais frouxa, para conseguir desaquecer a economia e fazer a inflação retornar à trajetória das metas. A falta de preocupação com o equilíbrio fiscal vai aumentar o custo, em termos de produto, do combate à inflação, dado a piora nos preços dos ativos domésticos, principalmente câmbio e juros. Porém, é um custo que temos de pagar, a não ser que queiramos entrar em dominância fiscal.

Marcelo Kfoury Muinhos é professor da FGV-EESP e consultor econômico. Foi economista-chefe do Citi-Brasil e chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do Banco Central.

*Os artigos publicados no **Broadcast** expressam as opiniões e visões de seus autores*