

Junho de 2023

Projeto

A inserção do Brasil no século XXI e seu desempenho macroeconômico

1º Relatório



Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento

Diretor-Presidente

Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Diretores

André Tosi Furtado

Angela Nascimento

Vera Alves Cepêda

Wilson Vieira

Secretário Executivo

Claudio Miranda Correa

Conselho Consultivo Alexandre de Freitas Barbosa, André Roncaglia de Carvalho, Ceci Vieira Juruá, Francisco de Sales Gaudêncio, Flávio Alfredo Gaitán, Helena Maria Martins Lastres, Ingrid Piera Andersen Sarti, Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Conselho Fiscal Alessandro Serafin Octaviani Luís, Fábio Guedes Gomes, Liana Maria da Frota Carleial, Paulo Sérgio Fracalanza, Victor Leonardo Figueiredo Carvalho de Araújo



Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro

Presidente

Marcelo Pereira Fernandes

Vice-Presidente

José Antônio Lutterbach Soares

Conselheiros Arthur Câmara Cardozo, Marcelo Pereira Fernandes, Sidney Pascoutto da Rocha, Antônio dos Santos Magalhães, Fernando D'Ángelo Machado, Clician do Couto Oliveira, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, José Antônio Lutterbach Soares, Antônio José Alves Junior

Copyright © 2023 dos autores

Todos os direitos desta edição reservados ao

Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento - CICEF

O **Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento** é uma associação civil de direito privado, de interesse público, sem fins lucrativos, cujos objetivos são: a documentação, o estudo e o debate do desenvolvimento do Brasil em todas as suas dimensões, em especial as sociais, políticas e regionais.

Projeto **A inserção do Brasil no século XXI e seu desempenho macroeconômico - 1º Relatório** (junho 2023).

Pesquisador Coordenador

Fernando Maccari Lara

Pesquisadores Associados

Carlos Pinkusfeld Bastos

Guilherme Haluska

Bruno Paim

Antônio José Alves Junior

Sumário

Palavras do(s) Presidente(s)	1
1. Introdução: o papel da teoria, das estimativas empíricas e dos objetivos de política	2
2. Avaliação geral sobre o nível de atividade e o crescimento	4
3. Taxas de juros, crédito e o potencial expansionista da política monetária	10
4. Cenários para o crescimento econômico em 2023	19
5. Considerações finais	29
Referências	32

Palavras do(s) Presidente(s)

É com grande satisfação que o **Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro (CORECON-RJ)** e o **Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento (CICEF)** lançam o primeiro relatório de sua parceria para análise da economia brasileira, firmada no início deste ano.

Esta iniciativa conta com a participação de economistas de várias instituições e marca os primeiros passos da criação do que esperamos ser uma rede institucionalizada de pesquisadores ligados a universidades de todo país.

O presente relatório trata do desempenho da economia brasileira no primeiro semestre, inicia uma análise do mercado de crédito e seus possíveis impactos macroeconômicos e finaliza com um exercício de previsão para o crescimento do PIB no corrente ano.

Abre-se, com esta publicação, um novo canal de comunicação entre economistas, instituições públicas e privadas e público em geral, que pretende ampliar o espaço de discussão incorporando abordagens que, muitas vezes, estão ausentes do debate público.

Acreditamos que é nossa obrigação ajudar na ampliação do debate de ideias, fundamental para que o Brasil possa ingressar numa trajetória virtuosa de aceleração do crescimento com redução da desigualdade e eliminação da pobreza extrema, levando em conta os desafios ambientais que se impõe aos governos de todo mundo.

Carlos Pinkusfeld Bastos

Diretor-Presidente
Centro Celso Furtado

Marcelo Pereira Fernandes

Presidente
Conselho Regional de Economia - RJ

1. Introdução: o papel da teoria, das estimativas empíricas e dos objetivos de política

A discussão sobre a política econômica precisa estar organizada em torno de três eixos: a) Os fundamentos teóricos que justificam as escolhas de política econômica; b) As estimativas empíricas, que são feitas a partir dos modelos teóricos e que precisam apresentar certa consistência entre as medidas tomadas e os objetivos de política econômica; c) Uma discussão ou ao menos uma clareza sobre os próprios objetivos destas políticas econômicas, ou seja, sobre onde os governos e os *policy makers* querem efetivamente “chegar” com tais políticas.

Na realidade do debate público brasileiro, estes elementos dificilmente aparecem explicitados desta forma, tornando difícil que possam ser fruto de escolhas políticas que resultem da formação de consensos sociais mínimos. Assim, buscar identificar de forma clara esses aspectos, em seus diferentes graus de abstração, nos parece uma tarefa extremamente importante, enquanto contribuição para uma crítica racional e consistente a respeito das diferentes propostas de política econômica e avaliação das que estão sendo efetivamente aplicadas.

O aspecto teórico envolvido é, possivelmente, aquele mais complicado. Os economistas divergem bastante quanto à adoção de fundamentos marginalistas/neoclássicos e não marginalistas. Existem posições antagônicas mesmo internamente às subdivisões particulares desses agrupamentos de perspectiva. Não se pretende explicitar aqui de forma exaustiva esses importantes meandros teóricos.¹ Mas vale referir inicialmente que, da perspectiva teórica aqui adotada, não há nada de errado em o *policy maker* estabelecer objetivos de política econômica tais como um alto nível de emprego, uma taxa maior de crescimento econômico e uma taxa de inflação mais baixa, em lugar daqueles que vem sendo costumeiramente adotados, relacionados à perspectiva das “finanças sadias”, como é o caso das metas de déficit fiscal e de dívida pública.

1 Os princípios teóricos gerais que fundamentam a perspectiva aqui adotada são o princípio da demanda efetiva como determinante do produto e da capacidade produtiva da economia e a abordagem da inflação de custos. Exposições didáticas destes pontos podem ser encontradas em Pinkusfeld Bastos (2010), Freitas e Dweck (2013), Serrano e Summa (2015) e Haluska (2023).

A pergunta retórica que ocorre aos críticos diante de uma afirmação como esta costuma ser: “Então o governo sempre pode qualquer coisa?”. Não haveria qualquer obstáculo para executar políticas de orientação keynesiana? Obviamente que há, mas a boa formulação de uma política econômica se constrói exatamente pela capacidade de calibrar seus objetivos e meios para obter resultados desejados a partir das reais restrições da economia, quais sejam, eventuais restrições físicas de capacidade produtiva ou aquelas relacionadas à restrição externa.

Em relação a este último ponto cabe ressaltar que, historicamente, esteve foi, quase sempre, o limite crucial para a promoção do crescimento econômico. Grandes alterações no cenário internacional, entretanto, acabaram colocando o Brasil em uma posição muito mais confortável nos últimos anos, do ponto de vista de sua restrição externa. Em tal contexto, deveria ganhar relevância justamente o debate sobre diferentes opções de política doméstica e a possibilidade de uma performance macroeconômica mais virtuosa. O que se viu, porém, foi a consolidação de uma visão fundamentalista na qual o Estado impõe uma série de restrições à sua própria atuação e que tiveram como resultado, previsivelmente, uma performance absolutamente medíocre em termos de crescimento econômico.

Um exemplo histórico relacionada à questão da restrição externa pode ajudar a ilustrar esse ponto e estabelecer a perspectiva geral sobre a qual este documento foi produzido. Nos anos 1980, período em que a restrição externa era aguda, a taxa de crescimento médio da economia brasileira foi de 2,9% ao ano. Considerando o já destacado atual cenário externo favorável e, também, a presença de um governo cuja responsabilidade de entregar avanços sociais é enorme, podemos conceber para os próximos anos uma performance que corresponda a uma mera repetição de um passado medíocre? E já que estamos fazendo comparações históricas, não seria razoável tomar como referência de desempenho a taxa de crescimento média de cerca de 4% ao ano alcançado pelo próprio presidente Lula, em seus mandatos anteriores?

Pretende-se cobrir, na série de documentos que aqui se inicia, todos os elementos relevantes de política econômica e os seus resultados, tais como: o desempenho no plano externo, a dinâmica da estrutura produtiva, a trajetória da inflação, os aspectos relativos à distribuição de renda, entre outros. Neste primeiro documento, o foco está mais especificamente no comportamento do nível de atividade e nas perspectivas do crescimento econômico para o ano de 2023.

Destacando-se, portanto, a relevância dos três itens elencados acima, pretende-se avaliar a consistência e os impactos das escolhas de política e a definição das suas metas. Adota-se uma abordagem teórica que explica a trajetória do produto em função do comportamento dos componentes da demanda, que podem ser considerados autônomos

ou induzidos. Um desses componentes considerados induzidos é o investimento que cria capacidade produtiva para que o setor privado possa atender à demanda esperada. Essa característica da abordagem é extremamente importante pois é o que confere relevância para a trajetória das despesas na economia tanto a curto quanto a longo prazo, excluindo a possibilidade de que o crescimento da economia seja bloqueado por restrições físicas de capacidade produtiva e/ou que leve a processos persistentes de inflação de demanda.

A esta concepção teórica estará associada uma análise empírica que visa mensurar a importância relativa desses componentes, com base nas estatísticas disponíveis. Uma representação esquemática da economia brasileira assim construída permite orientar a análise de hipóteses alternativas sobre os seus possíveis movimentos, possibilitando conectar analiticamente as ações e medidas planejadas e efetivamente executadas com os resultados macroeconômicos esperados e efetivamente alcançados.

A análise inicia na seção seguinte com uma avaliação da economia em termos de seus principais indicadores de demanda e produção. A terceira seção tem como foco o mercado de crédito e suas perspectivas no curto prazo. Uma avaliação das perspectivas de crescimento do PIB utilizando uma simulação baseada no modelo do supermultiplicador é apresentada na quarta seção. Por fim, as considerações finais.

2. Avaliação geral sobre o nível de atividade e o crescimento

À primeira vista, o resultado das contas nacionais trimestrais relativas ao primeiro trimestre de 2023 foi bastante positivo. Uma forte expansão de no PIB tanto comparativamente ao trimestre anterior (1,9%) quanto comparativamente ao primeiro trimestre de 2022 (4%) não deixa de ser um bom resultado, mas esses dados devem ser interpretados com bastante cuidado.

Conforme observado na introdução, pela abordagem aqui adotada é fundamental analisar o comportamento dos componentes de demanda. Por esse ângulo, os resultados do trimestre são menos animadores, revelando um cenário bem menos expansivo. O consumo das famílias cresceu muito pouco, sendo apenas 0,15% superior ao registrado no trimestre anterior, resultado não muito diferente do que ocorreu com o consumo do governo (0,32%). Já as exportações e a formação bruta de capital fixo (indicador abrangente das despesas de investimento) ficaram no vermelho, contraindo-se 0,4% e 3,4%, respectivamente.

Tabela 1 – Contas Nacionais Trimestrais, 2023/I

	Variações em pontos percentuais	
	Trimestre contra o imediatamente anterior	Acumulado quatro trimestres
Componentes da oferta		
Agropecuária	21,55	18,42
Indústria	-0,11	1,80
Serviços	0,57	2,95
VA	2,50	3,63
PIB	1,95	3,45
Componentes da demanda		
Consumo das Famílias	0,15	3,38
Consumo do Governo	0,32	1,14
Formação Bruta de Capital Fixo	-3,40	1,00
Exportação	-0,42	4,64
Importação	-7,05	0,57

Fonte: IBGE, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

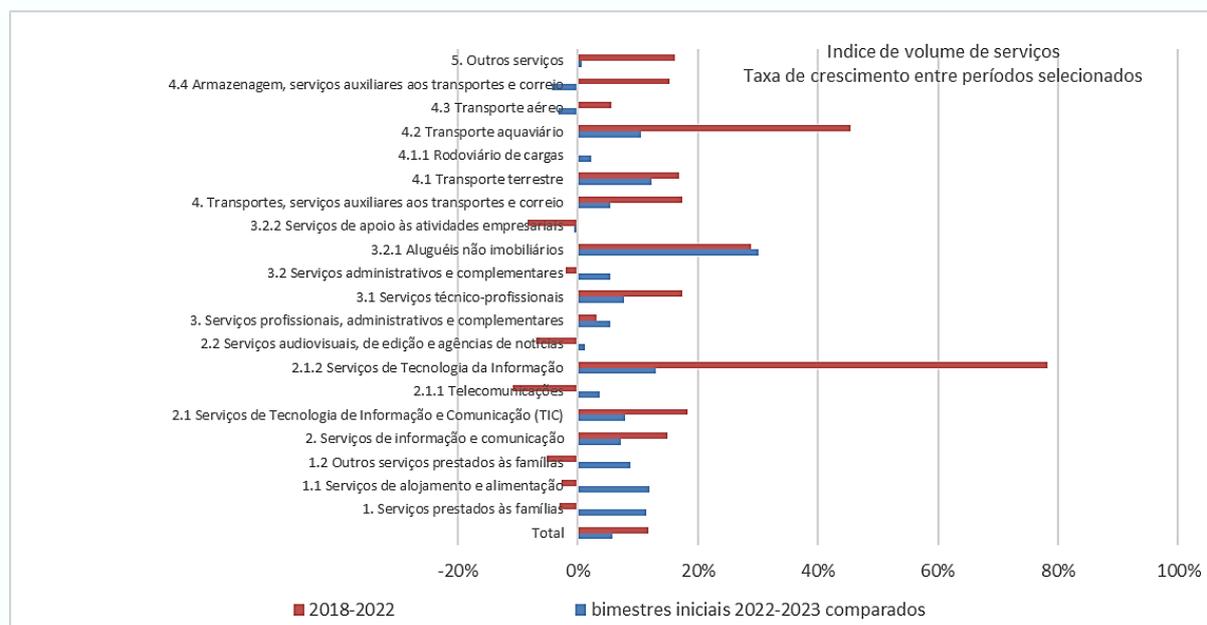
Considerando conjuntamente essas taxas com o crescimento do próprio PIB, fica evidente a discrepância entre o comportamento da demanda como um todo. E a razão fica mais clara quando percebemos o que ocorreu com os grandes componentes do lado da oferta. Os serviços, no seu conjunto, cresceram 0,6%, enquanto a produção da indústria recuou 0,1%. Mesmo as importações, que constituem o componente externo da oferta e costumam ser fortemente influenciadas pelo comportamento da demanda doméstica, registraram queda de mais de 7%. A explicação para o expressivo crescimento do lado da oferta se explica, dessa forma, pelo desempenho da Agropecuária; crescimento de 21,6%. Pelas suas próprias características, um fluxo tão expressivo de oferta de produtos agropecuários não tem por que ser acompanhado por um fluxo simultâneo de demanda que o justifique. Do ponto de vista da contabilidade nacional, o que ocorre nesses casos é uma maior importância para o componente residual de variação de estoques.

Note-se que essa interpretação mais comedida dos resultados do PIB trimestral parece coerente com os oriundos das pesquisas específicas realizadas pelo IBGE, que analisamos a seguir. No caso do comércio, a partir dos dados da Pesquisa Mensal do IBGE tem-se um resultado até mais forte que aquele trazido pelo PIB trimestral; um crescimento de 2,03% frente ao trimestre anterior. Já na pesquisa de serviços os dados da pesquisa

mensal do IBGE e das Contas Nacionais se aproximam; uma pequena queda no dado da pesquisa mensal de 0,31%, contra um leve aumento de 0,6% nas contas nacionais.

Já os dados relativos ao volume de serviços gerados apresentam uma peculiaridade interessante. Considerando a série com ajuste sazonal, verifica-se uma queda de 1% entre o primeiro bimestre de 2023 frente ao bimestre anterior e, ao mesmo tempo, uma elevação de 5,7% frente ao primeiro bimestre de 2022.

Figura 1 - Taxa de crescimento do volume de serviços (períodos selecionados)



Fonte: IBGE, 2023.

O desempenho fraco dos serviços era uma realidade bastante marcante do período entre a recessão de 2015/16 e a crise da pandemia, com o volume praticamente estagnado ao longo de todo este período. Diante disso, um crescimento de 5% não deixa de ser um indicativo de um excelente desempenho, após a nova crise que durante a pandemia abateu gravemente o setor. Entretanto, ao projetar o quanto esse desempenho pode vir a ser repetido ao longo de 2023, temos um grande ponto de interrogação. Isto porque observando os dados desagregados e num período mais longo, percebe-se algumas tendências mais estruturais, que podem estar refletindo os novos padrões do setor após a pandemia. O setor de transportes terrestres apresenta um crescimento acima do total dos serviços, com o mesmo ocorrendo no setor de tecnologia da informação. Ao mesmo tempo alguns segmentos apresentaram contração significativa no mesmo período, como é o caso de telecomunicações. Essas observações indicam que o setor vem se transformando e que,

portanto, sua trajetória de crescimento agregado deve ser analisada com cautela. Do ponto de vista conjuntural, os dados não deixam clara uma possível tendência para os próximos meses.

Outro componente importante da demanda agregada - as exportações - apresentaram no primeiro trimestre um movimento de crescimento em dólar de cerca de 5,5% frente ao primeiro trimestre de 2022. Este crescimento é praticamente idêntico ao crescimento das exportações para a China, parceiro comercial que responde por aproximadamente 30% das nossas exportações. Entretanto, o quadro se modifica bastante quando tomamos os dados comparativamente ao trimestre anterior, havendo nesse caso uma forte contração de 6,61%. Comparando essas informações com aquelas registradas no PIB trimestral fica evidente a importância de efeitos de preços no último trimestre, pois a contração registrada nesse caso foi muito menor, de apenas 0,42% (conforme a Tabela 1).

Vale registrar, porém, que ao considerar o período mais longo, essa discrepância não se verifica, com as exportações crescendo em dólares 5,5% e apenas um pouco menos (4,64%) pelas contas nacionais trimestrais. Quanto às perspectivas de curto prazo, caso não ocorra uma recuperação nos próximos trimestres, deve-se ter ao final do ano uma taxa de crescimento positiva, mas um ritmo menor do que o acumulado nos últimos quatro trimestres.

Considerando agora o lado da oferta, um primeiro tópico que precisa ser analisado é o mercado de trabalho. Como tem destacado o IPEA (2023) em suas análises de conjuntura, há um arrefecimento da recuperação que se estabeleceu no pós-pandemia. Esta dinâmica se verifica tanto a partir de uma pequena elevação da taxa de desocupação no início de 2023 quanto pela queda na taxa de participação, que passou de 63,5%, em junho de 2022, para 61,6%, em fevereiro de 2023.

Já considerando os dados do CAGED o primeiro trimestre em termos de saldo da criação de emprego, após um dezembro muito ruim, o qual foi além de valores sazonalmente negativos, o saldo de empregos se recupera para o terreno positivo no primeiro trimestre. Entretanto, a média comparada ao mesmo em 2022 é bem mais baixa, cerca de 16% menor. Vale anotar que em março subiram bastante tanto as admissões quanto desligamentos, este último com maior intensidade a ponto de se registrar neste mês uma queda no saldo de criação de empregos formais.

Em termos de rendimento, utilizando os rendimentos habitualmente recebidos, o que elimina efeitos transitórios como 13 e/ou adicionais de férias, observa-se uma pequena elevação frente ao trimestre anterior, 0,7%. Já em relação ao mesmo período do ano anterior um ganho de 7,4% confirma que 2022 foi um período de alguma recuperação salarial a partir de uma posição extremamente desfavorável aos trabalhadores em 2021.

Esse resultado no trimestre guarda alguma heterogeneidade com os trabalhadores com carteira assinada tendo seus salários quase estagnado se os sem carteira tendo um ganho de 4,7%. O mesmo se repete entre os trabalhadores de diferentes setores com redução nos setores como construção civil, transporte, armazenagem e correio, agricultura e pecuária e os trabalhadores por conta própria.

Em resumo, o quadro geral das variáveis de emprego e renda aponta para uma situação relativamente estável no mercado de trabalho, ou seja, os dados passados não permitem projetar nem uma trajetória de crescimento nem de retração que sejam muito expressivos para a dinâmica do consumo dos assalariados. É claro que essa avaliação está baseada em uma extrapolação da tendência do primeiro trimestre. Fatos novos podem acontecer e mudarem a tendência existente. Na ausência de alguma quebra de trajetórias, o máximo que se pode esperar é uma contribuição moderada do consumo privado financiado pelo fluxo de renda corrente. Na próxima seção faremos algumas ponderações tendo em vista os aspectos de endividamento das famílias.

Outro indicador importante é a produção industrial que, como vem ocorrendo com caráter quase estrutural, não tem um bom desempenho sendo os dados de contas nacionais e pesquisa mensal do IBGE muito próximos: uma leve queda nas contas nacionais e uma quase estagnação na pesquisa mensal. O pior comportamento é o da indústria de transformação, uma vez que a extrativa se expande em ambos os indicadores tanto contra o trimestre anterior quanto contra o primeiro trimestre de 2022.

Outra forma de tentar avaliar o comportamento do produto é através de dois vazamentos ou frações dessa variável: carga tributária e importações. Estas últimas costumam ser marcadamente pró cíclicas, de modo que sua análise pode fornecer, indiretamente, evidência sobre o nível de atividade e o crescimento, além de serem importantes as frações para a demarcação do quadro estrutural que será considerado à frente. É claro que em termos de razão em proporção ao PIB ambas dependem também de mudanças em alíquotas e preços relativos, mesmo considerando essa questão tal análise pode ser útil.

Em relação à arrecadação tributária o desempenho do primeiro trimestre do ano não é bom. Em termos da receita total há uma queda tanto em relação ao semestre passado quanto ao mesmo trimestre do ano interior. Se nos limitarmos as receitas administradas pela Receita Federal há um crescimento de 5% em relação ao trimestre anterior, mas persiste uma queda em relação ao primeiro trimestre de 2022.

Com respeito às importações, ocorre algo semelhante ao que foi discutido sobre as exportações. Há uma queda forte no último trimestre comparado ao anterior (-7%), mas muito mais intensa quando considerados os valores em dólares (-11%). Com respeito ao mesmo trimestre de 2022 houve uma pequena queda em dólares (0,16%), em sem tanta

diferença com o pequeno crescimento de 0,57% no acumulado em quatro trimestres das contas nacionais trimestrais.

Resumindo este quadro geral, é possível dizer que no início do ano há uma nítida reversão do mau desempenho da economia no último trimestre de 2022.

Tabela 2 - Síntese dos indicadores, 1º trimestre de 2023

	Variações em pontos percentuais	
	Contra trimestre imediatamente anterior	Contra mesmo trimestre do ano anterior
Comércio (PMC)	2,03	2,40
Comércio Ampliado (PMC)	3,66	3,33
Serviços (PMS)	-0,31	5,85
Indústria Total (PIM)	0,01	-0,37
Indústria de Transformação (PIM)	-0,25	-1,02
Taxa de desemprego (PNAD)	de 8,6 para 8,8	de 9,8 para 8,8
Taxa de participação (PNAD)	De 62,1 para 61,6	De 62,1 para 61,6
Ocupação (PNAD)	-1,55	2,68
Rendimento do trabalho (PNAD)	0,66	7,38
Exportações (BP, em US\$)	-6,61	5,58
Importações (BP, em US\$)	-11,44	-0,16
Arrecadação tributária	-2,09	-2,5

Fonte: IBGE, 2023; BCB, 2023; STN, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Entretanto, como já mencionado anteriormente, os dados de demanda não sinalizam para uma aceleração do crescimento mais vigorosa no decorrer de 2023. O comportamento do PIB do primeiro trimestre foi fortemente influenciado por um desempenho muito bom da agropecuária, que destoa de todos os outros indicadores aqui avaliados. Entende-se que, para que o crescimento dos componentes da oferta seja sustentável, precisa necessariamente ser acompanhado de crescimento do lado da demanda.

Ainda assim, as previsões iniciais do Relatório FOCUS relativas ao crescimento do PIB indicando uma taxa inferior a 1% para 2023 parecem subdimensionadas, uma vez que o arrasto do ano anterior seria de cerca de 0,2%, demandando um crescimento muito reduzido para alcançar um valor inferior a 1%. Aliás, esse erro de projeção muito grande deveria servir como alerta àqueles que tomam estas estimativas como de grande precisão.

Dado que a economia brasileira cresce pouco há muitos anos e que, em realidade, os dados do primeiro trimestre de 2023 não apontam para um crescimento assim tão vigoroso seria crucial buscar elementos que pudessem estimular a demanda. Entretanto, descontada a possibilidade de uma reação muito forte nas exportações, as perspectivas de crescimento também não têm por que serem muito otimistas sem que estímulos significativos estejam presentes no desenho da política econômica do governo. Parece razoável esperar que, na ausência destes estímulos, a tendência é a economia brasileira caminhar para mais um ano de crescimento pouco superior a 2%, como tem sido a sua média “histórica”. Conforme se observou, a avaliação aqui realizada toma como meta mínima de crescimento 4%, dado que foi a performance dos dois primeiros mandatos do atual presidente, e a avaliação até aqui apresentada nos põe distantes deste objetivo.

Assim, conforme será explorado mais à frente de maneira mais formalizada, as perspectivas para um crescimento mais robusto estão relacionadas com três componentes do total das despesas: as exportações, os gastos privados considerados autônomos e as despesas públicas. Das exportações já fizemos uma estimativa muito preliminar. Na próxima seção faz-se uma discussão sobre como a política monetária pode afetar os gastos privados autônomos.

3. Taxas de juros, crédito e o potencial expansionista da política monetária

No debate corrente sobre a conjuntura econômica brasileira, grande ênfase tem sido conferida para a política monetária, dentre outros motivos em função da velocidade e da intensidade com que a taxa básica de juros foi elevada pela autoridade monetária no último ciclo. De março de 2021 até março de 2023, a SELIC saltou de baixíssimos 2% a.a. para 13,75% a.a. em dezembro de 2022. Tal nível permanece até o momento e determina taxa real de juros comparativamente elevada quando se coteja com os níveis de outros países.

Nesse contexto, uma redução da taxa de juros é algo que poderia conduzir a efeitos que vão além do aspecto de pressão sobre variáveis de quantidades, ou seja, do impacto das taxas de juros sobre a concessão de crédito para pessoas físicas (consumo e construção habitacional) e jurídicas (investimento), que por sua vez podem influenciar as despesas em termos reais e a produção. A taxa básica de juros também tem relevância no plano distributivo.

São pelo menos duas frentes por meio das quais uma alta taxa de juros pode implicar em reforço ao padrão distributivo desigual que caracteriza a sociedade brasileira: a transferência de recursos aos rentistas (ou seja, o grupo de maiores rendas da sociedade) através do pagamento de juros sobre a dívida pública e o estabelecimento de um elevado custo de oportunidade do capital, que costuma funcionar como um piso (elevado, neste caso particular) para a rentabilidade das empresas. Conforme observaremos à frente, havendo uma relação entre a taxa básica e certas taxas altíssimas praticadas em alguns segmentos de crédito, também uma parte das próprias rendas do trabalho podem acabar sendo consumidas pelo serviço de dívida, constituindo-se um terceiro canal com efeitos concentradores.

Tais observações preliminares já deixam claro, portanto, como a questão acerca do rumo da política monetária é de fato um tema relevante demais para ser insulado do escrutínio de todas as classes sociais e do corpo político, em suas diversas representações. Entretanto, para que o debate possa avançar para além de meras "denúncias" e ganhe um significado mais concreto, faz-se necessário algum aprofundamento em certos aspectos mais técnicos. Dentro do escopo proposto para este documento, o foco desta seção está em investigar o quanto a redução da taxa básica de juros pode estimular os gastos autônomos privados, por meio do mercado de crédito. Para tanto avalia-se os dados disponibilizados pelo BCB, com especial atenção às categorias que estão relacionadas com o investimento residencial e com a aquisição de bens duráveis de consumo.

Esse recorte é o que justifica o fato de que a análise realizada nesta seção trata apenas do crédito concedido para pessoas físicas. Pela concepção teórica aqui adotada, o principal determinante do investimento privado é a expectativa de crescimento da própria economia como um todo, não a taxa de juros. Estudos empíricos têm demonstrado que é de fato reduzido o impacto da queda da taxa de juros sobre o investimento, especialmente em momentos nos quais a demanda não está aquecida.

Entende-se que uma avaliação dos efeitos da queda da SELIC para a demanda agregada envolve um encadeamento de relações causais, que precisa ser detalhado. Busca-se responder à pergunta: "o que se pode esperar da taxa SELIC para estimular o crescimento?" A pergunta geral se desdobra na seguinte coleção de perguntas mais específicas: Quanto a queda da taxa Selic provocaria de queda nas taxas cobradas pelas diferentes modalidades de crédito? Quanto essa queda das taxas das modalidades de crédito afeta as concessões de crédito em cada segmento? Quanto poderá cair a taxa SELIC?

Figura 3 - Selic e Taxas de juros nominais no crédito para pessoas físicas, abril de 2023



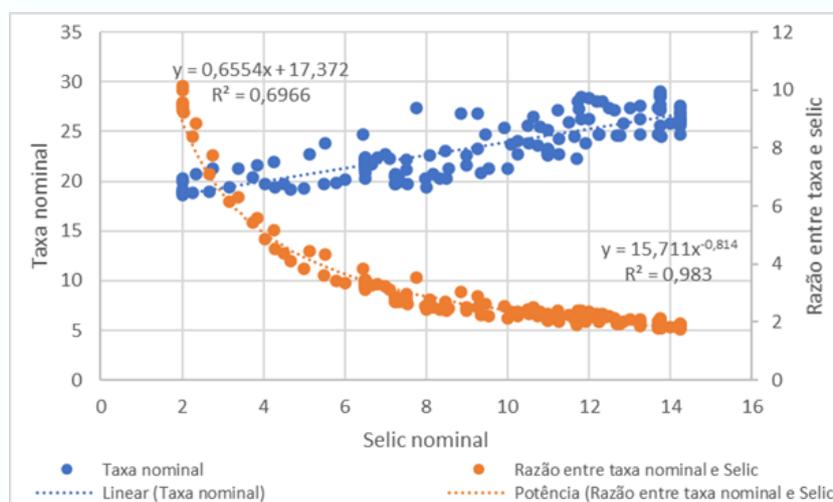
Fonte: BCB, 2023.

Esses dados permitem constatar a enorme diferença de pontos percentuais que está envolvida quando nos referimos alternativamente à taxa básica de juros ou a taxas praticadas em segmentos de crédito específicos. Considerando as modalidades de crédito livre para pessoas físicas, as taxas mais altas são respectivamente nas modalidades de cartão de crédito rotativo (447% a.a.), cartão de crédito parcelado (201% a.a.) e cheque especial (134% a.a.). Depois, em um patamar muito inferior, temos por exemplo as taxas para aquisição de veículos (28% a.a.) e crédito consignado (39% a.a. para trabalhadores do setor privado e 24% a.a. para trabalhadores do setor público). Já as taxas para financiamento imobiliário (recursos direcionados), na posição de abril de 2023, encontravam-se pouco abaixo do nível da própria SELIC (12% a.a. no segmento de taxas de mercado e 11% a.a. no segmento de taxas reguladas).

Qual é a natureza da relação entre a taxa básica de juros e essa diversidade de taxas específicas entre os diferentes segmentos? Mais especificamente, qual seria o efeito de uma redução da taxa básica de juros sobre estas taxas que são efetivamente praticadas junto aos tomadores finais?

Não há garantia de que outros fatores independentes da taxa básica de juros não poderão conferir rigidez às taxas cobradas dos tomadores de crédito, quando a taxa básica cai. As informações disponíveis sugerem em uma primeira análise que existe uma relação bastante sistemática entre várias dessas taxas de juros e a taxa SELIC, conforme ilustra o gráfico abaixo, que se refere especificamente ao segmento de crédito para aquisição de veículos.

Figura 4 - Dispersão entre a taxa nominal de juros e a taxa Selic, aquisição de veículos, jan. 2011 / abr. 2023



Fonte: BCB, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Os pontos na cor azul representam a dispersão entre as taxas praticadas no segmento (no eixo vertical da esquerda) ao longo do período 2011-2023 e a Selic (no eixo horizontal). Já os pontos em laranja representam a dispersão entre a razão entre essas taxas e a Selic (no eixo vertical da direita) e a Selic (eixo horizontal). Os dados assim apresentados sugerem que uma baixa taxa Selic esteve associada com taxas menores no segmento de aquisição de veículos, mas também com razões mais altas entre a taxa específica e a taxa Selic.

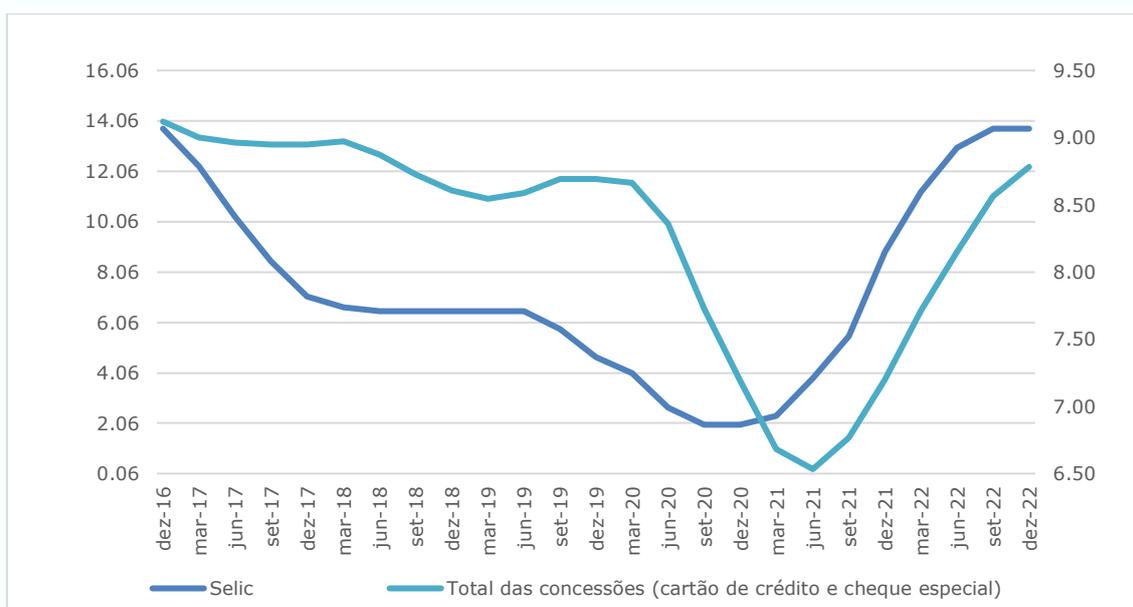
De modo simples, o que esses dados históricos nos apontam é que tende a ocorrer uma transmissão bastante parcial entre as reduções da taxa básica de juros e a taxa nominal do segmento específico em pauta. Se as relações ilustradas no gráfico forem realmente estáveis, significa que uma redução de, digamos, 6 p.p. na taxa SELIC estaria associada a uma redução de cerca de 3 p.p. na taxa praticada para aquisição de veículos. Importante referir que esta mesma associação sistemática é observada para praticamente

todos os segmentos de crédito para pessoas físicas, incluindo o financiamento imobiliário. Uma análise similar deste segmento sugere que uma redução de 6 p.p. na taxa básica de juros estaria associada a uma redução de pouco menos de 2 p.p. na taxa praticada junto aos tomadores finais.

Estudos econométricos podem e devem ser realizados para verificar se essa relação é de fato consistente e quais conclusões ou estimativas mais robustas se pode ou não obter a partir dela. Para aqueles segmentos em que a taxa Selic for uma boa aproximação dos custos de captação, os dados aqui apresentados sugerem uma relação sistemática entre o spread daquele segmento e a taxa Selic. Seja como for, essa análise simples da correlação que se verifica nos dados históricos nos permitem de alguma forma responder a primeira pergunta entre as que foram elencadas acima. Não existe base para postular uma flexibilidade para baixo tão intensa do custo de crédito para as pessoas físicas, diante de reduções da taxa Selic.

A pergunta seguinte em nossa avaliação diz respeito à elasticidade da demanda de empréstimos com respeito às taxas de juros. Com respeito a esse aspecto, entretanto, é importante dizer que não se pode considerar o mercado de crédito como algo homogêneo. Para não estender demasiadamente a discussão, podemos acompanhar no gráfico a seguir que ocorreu recentemente com o total das concessões de crédito nos segmentos em que as taxas são mais elevadas (cartão de crédito rotativo e parcelado, e cheque especial).

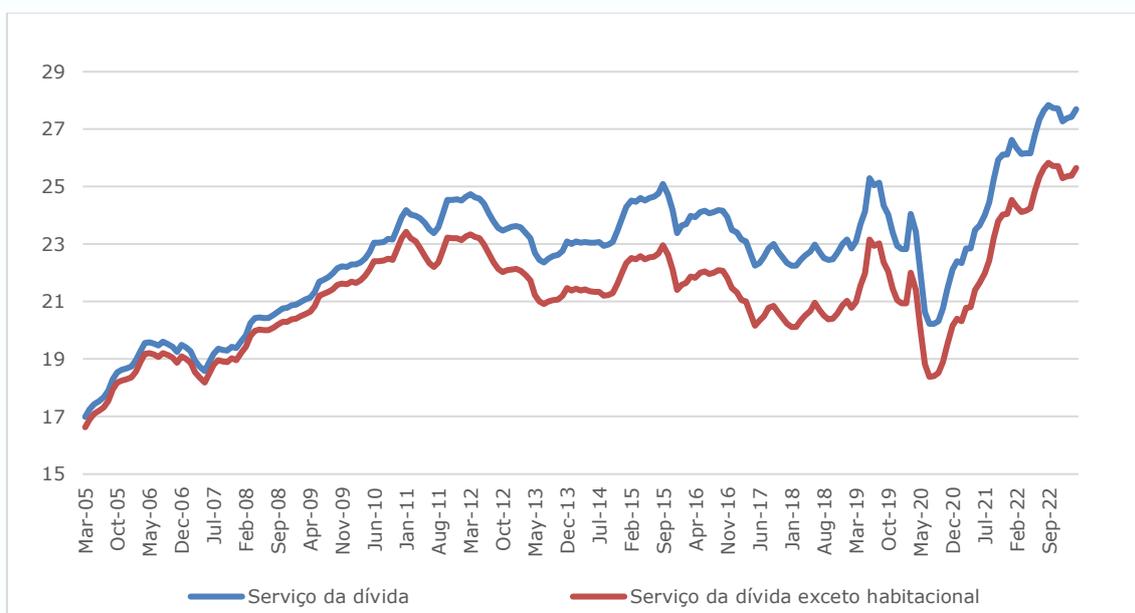
Figura 5 – Taxa Selic e concessões nas modalidades cartão de crédito e cheque especial, 2016-2023



Fonte: BCB, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Fica claro que a recente alta da taxa Selic, bem como das taxas associadas a estas modalidades, ocorreu em sincronia com elevação das concessões, ao contrário do que se esperaria de uma relação de demanda bem-comportada. Ocorre que estas modalidades são utilizadas justamente quando as condições financeiras das famílias se agravam e por meio das quais os juros extremamente elevados podem implicar processos cumulativos de endividamento. Apesar de não fazerem parte do mecanismo de transmissão referido no início da seção (o estímulo via crédito às despesas autônomas de consumo e investimento residencial), esse movimento específico nos parece digno de uma breve digressão. O gráfico abaixo nos apresenta um panorama da questão do comprometimento da renda das famílias com serviço de dívidas já contraídas.

Figura 6 – Comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida, 2005-2023



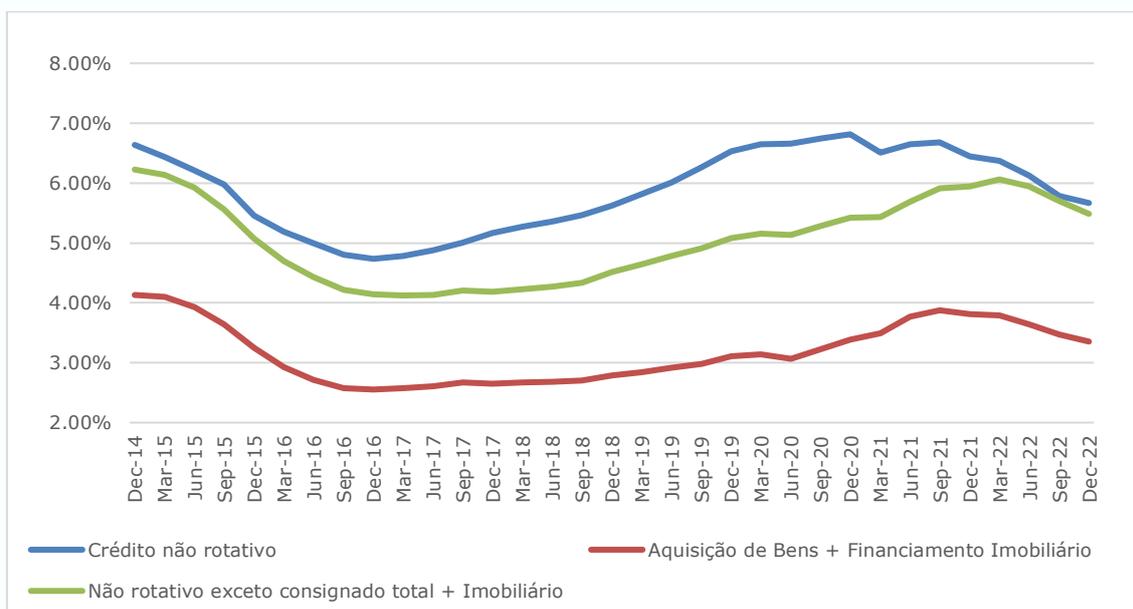
Fonte: BCB, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Conforme se pode observar no gráfico, o indicador de comprometimento da renda das famílias encontra-se em seu pico histórico. Entende-se que este aspecto também possa ter influência sobre as despesas de consumo, ainda que possivelmente nem tanto sobre o consumo autônomo e sim sobre o induzido. A fração das rendas salariais que paga os serviços de dívidas já contraídas deixa de ser direcionada automaticamente para despesas efetivas, como é suposto no mecanismo do consumo induzido. Este pode ser, portanto, um canal pelo qual uma alta taxa de juros afeta a distribuição da renda, e ocorre por

intermédio do mercado de crédito, aqui analisado. Entretanto, vale também dizer que, se é bastante provável que uma redução da taxa básica de juros possa exercer efeito por meio do relaxamento desse mecanismo de restrição ao consumo, também é verdade que existem outras ações e medidas capazes de serem tão o mais efetivas nesse propósito como ações de regulação bancária e de gestão dos bancos públicos, bem como programas de refinanciamento de passivos já contraídos. Significa dizer que essa altamente desejável melhora nos aspectos financeiros que podem travar o consumo não depende estritamente da decisão sobre a taxa básica de juros.

Após essa breve digressão, voltemos, portanto, ao nosso foco central que é a avaliação dos efeitos da taxa de juros sobre o gasto autônomo financiado por crédito. Abaixo temos o comportamento do valor das concessões de alguns agregados de segmentos de crédito que mais plausivelmente podem estar associados à variação da taxa de juros.

Figura 7 - Concessões de crédito como percentual do PIB, segmentos selecionados, dez. 2014 / dez. 2022



Fonte: BCB, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Como se vê, no período entre 2016 e 2021 há uma elevação de cerca de 2 p.p. do PIB tanto nas concessões de crédito não rotativo quanto no agregado que retira deste montante as concessões de crédito consignado e acrescenta as concessões de

financiamento imobiliário. O movimento se processou após um ciclo de rápida redução da taxa Selic de cerca de 7 p.p. ao longo do biênio 2016/17.

Por fim, uma última ponderação importante deve ser feita: qual o espaço de redução dos juros e a velocidade em que esta poderia ocorrer, dado que um erro em tal calibragem pode implicar em efeitos negativos que eventualmente se sobreponham as, potenciais, vantagens da queda dos juros. Tal espaço de redução é dado por uma taxa mínima abaixo da qual a redução dos juros pode vir a causar fuga de capitais, desvalorizações cambiais e, portanto, choques inflacionários. Considera-se que esse "piso" para a taxa básica de juros é dado pela taxa básica internacional (definida pelo Federal Reserve) somada a um indicador de risco-país e à expectativa de desvalorização cambial. Considerando que este último componente seja zero este piso teria estado, no mês de abril, em torno de 7,5% a.a. Deste ponto de vista, o espaço para a redução dos juros que evita esses efeitos colaterais inflacionários seria de cerca de 5 pontos percentuais, se imaginamos manter uma distância de 1 p.p. em relação ao piso estritamente (lembrando que existe o componente de expectativa de desvalorização cambial). Somente se o componente de expectativa de desvalorização fosse igual a zero é que a taxa de juros poderia aproximar-se efetivamente do "piso" do gráfico.

Figura 8 - Selic e piso para a taxa de juros doméstica - Brasil - dez/2016 a 2023



Fonte: FED, 2023; BCB, 2023; Ipeadata, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Dessas considerações, entende-se que o efeito de uma redução da taxa básica de juros dentro de um intervalo seguro do ponto de vista das condições externas é uma medida que deve ter algum impacto expansivo sobre a demanda. Entretanto, há limites

bastante claros para que somente isto possa fazer uma grande diferença no crescimento da demanda como um todo, devido ao conjunto de obstáculos no mecanismo de transmissão que procuramos explicitar. O efeito sobre as taxas de juros de segmentos relevantes para o consumo privado é apenas parcial, a resposta das concessões de crédito diante da redução da taxa de juros é limitada e o tamanho das concessões de crédito que no histórico recente têm se efetivado nesses segmentos não é tão grande como proporção do PIB.

4. Cenários para o crescimento econômico em 2023

Para analisar as possibilidades de crescimento da economia brasileira no ano de 2023, será utilizado um modelo de projeção que visa utilizar as estatísticas oficiais de um modo consistente com o supermultiplicador sraffiano. Este será o modelo de previsão do produto a ser empregado também nos próximos relatórios deste grupo de pesquisa. Por esta razão, sua natureza e fundamentos teóricos serão explicitados neste primeiro relatório.

Segundo este modelo, o crescimento é liderado pelos gastos autônomos que não criam capacidade para o setor privado da economia, tais como os gastos públicos, as exportações, o consumo das famílias financiados pelo crédito e o investimento residencial das famílias. O investimento, por sua vez, é realizado para ajustar a capacidade produtiva à demanda esperada, e, portanto é visto como um gasto induzido pela demanda.

A exposição da decomposição do crescimento que se segue é baseada na formulação de Haluska (2023), que por sua vez toma como ponto de partida o trabalho de Freitas e Dweck (2013). O modelo é apresentado em termos dos agregados de Contas Nacionais. A oferta total da economia é igual à soma do produto (Y) e das importações (M). Esta oferta é igual à demanda total, que é representada pela soma do consumo das famílias (C), do consumo do governo (G), da Formação Bruta de Capital Fixo (I) e das Exportações (X). A título de simplificação, vamos excluir o componente de variação de estoques.

$$Y + M = C + G + I + X \quad (1)$$

As importações dependem do conteúdo importado e da demanda total, podendo ser representadas por:

$$M = m(C + G + I + X) \quad (2)$$

Onde (m) é a relação entre as importações e a demanda total. A rigor, seria possível assumir diferentes conteúdos importados para cada componente da demanda. Entretanto, vamos supor aqui que esse conteúdo importado é igual para todos os componentes da demanda, com esse detalhamento podendo ser desenvolvido em trabalhos futuros.

O consumo das famílias se divide entre uma parcela induzida e uma parcela autônoma, que é financiada pelo crédito. A parcela induzida é uma função da renda disponível (Y^d) e da propensão a consumir (c), enquanto o consumo autônomo é representado por C^A .

$$C = cY^d + C^A \quad (3)$$

A renda disponível é igual ao produto, descontados os impostos (T) e acrescentadas as transferências do governo para o setor privado (Tr):

$$Y^d = Y - T + Tr \quad (4)$$

Os impostos são determinados pela multiplicação do produto pela carga tributária, representada por t.

$$T = tY \quad (5)$$

Combinando as equações 3 a 5, podemos reescrever a função consumo da seguinte forma:

$$C = c(1 - t)Y + cTr + C^A \quad (6)$$

O investimento será desagregado em quatro partes: a) o investimento residencial das famílias (I_{res}), b) o investimento do governo (I_{gov}), c) o investimento das empresas estatais (I_{epub}), e d) o investimento privado que cria capacidade produtiva (I_{ind}). Em termos do modelo do supermultiplicador sraffiano, os três primeiros tipos de investimento citados são considerados gastos autônomos. Apenas o último é considerado um gasto induzido.

$$I = I_{res} + I_{gov} + I_{epub} + I_{ind} \quad (7)$$

São dois os motivos pelos quais os investimentos residenciais, do governo e das empresas estatais são considerados gastos autônomos. Em primeiro lugar, estes investimentos não criam capacidade produtiva para o setor privado da economia. Parte desses investimentos – como os investimentos residenciais e investimentos do governo em infraestrutura – não criam capacidade produtiva, e mesmo que criem – como alguns investimentos públicos ou de empresas estatais – esses investimentos criam capacidade produtiva para o setor público ou para as empresas estatais, e não para o setor privado. Em segundo lugar, esses investimentos não são financiados pelas rendas geradas pela produção nem são feitos com o intuito de ajustar a capacidade produtiva à demanda esperada. Eles dependem de decisões políticas (no caso dos investimentos do governo e das estatais) e das condições de crédito (no caso dos investimentos residenciais).

Vale ressaltar também que o investimento que cria capacidade produtiva para o setor privado engloba a totalidade do investimento das empresas privadas e também uma parcela do investimento das famílias produtoras, tais como as aquisições de máquinas e equipamentos. Esses investimentos são considerados induzidos, e podem ser representados como o produto entre a propensão a investir e o produto da economia:

$$I_{ind} = hY \quad (8)$$

Combinando as equações 1, 2, 6, 7 e 8, obtemos a seguinte equação para o nível de produto:

$$Y = \left(\frac{1 - m}{1 - (1 - m)[c(1 - t) + h]} \right) Z \quad (9)$$

O termo em parênteses é o supermultiplicador, que é função portanto da propensão a consumir, da propensão a investir, da carga tributária e do conteúdo importado da demanda. Já a variável Z representa a totalidade dos gastos autônomos, que encontram-se detalhados na equação 10 abaixo:

$$Z = G + cTr + I_{gov} + I_{epub} + X + C^A + I_{res} \quad (10)$$

Os gastos autônomos são, portanto, a soma de: a) consumo do governo; b) consumo da partir das transferências do governo; c) investimento do governo; d) investimento das empresas estatais; e) exportações; f) consumo das famílias financiado por crédito; e g) investimento residencial das famílias. Note que as transferências do governo não geram demanda diretamente, mas sim aumentando a renda disponível do

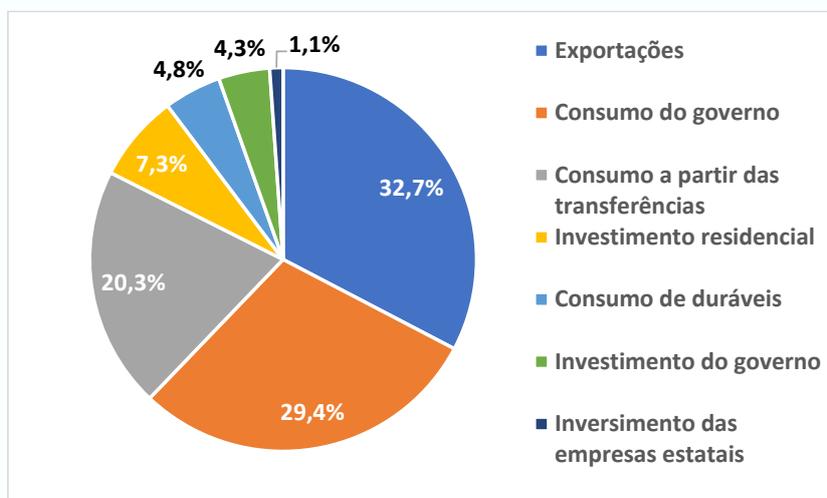
setor privado. Por essa razão seu efeito sobre a demanda aparece ponderado pela propensão a consumir (componente cTr).

Os dados relativos ao consumo das famílias, ao consumo do governo, ao investimento, às exportações e às importações encontram-se disponíveis tanto na Tabela de Recursos e Usos (TRUs) quanto nas Contas Nacionais Trimestrais divulgadas pelo IBGE. Já o investimento do governo, os impostos e as transferências são agregados que podem ser obtidos através das Contas Econômicas Integradas (CEIs). O investimento das empresas estatais é obtido a partir das tabelas sinóticas. O investimento residencial é obtido combinando dados das TRUs e das tabelas sinóticas. Conhecendo o investimento do governo, das estatais e o residencial, o investimento induzido é obtido por resíduo. O consumo de bens duráveis é considerado uma aproximação para o consumo autônomo das famílias. Para obter essa variável com base nesse critério é preciso classificar quais produtos das TRUs que compõem o consumo das famílias e que consistem em bens duráveis.

As Contas Nacionais Trimestrais estão disponíveis até o ano de 2022, enquanto as TRUs, as CEIs e as tabelas sinóticas estão disponíveis apenas até 2020. Portanto, todas as variáveis podem ser diretamente medidas até o ano de 2020. A partir de 2021, as variáveis que são obtidas diretamente a partir das TRUs, das CEIs e das tabelas sinóticas precisam ser calculadas utilizando outros dados como aproximação. Para os dados do governo (consumo, transferências, investimentos e impostos), tomou-se como referência a Conta Intermediária do Governo para o ano de 2021 e relatórios do Tesouro Nacional para o ano de 2022. Para os investimentos das empresas estatais, utilizou-se o investimento dessas empresas divulgado pelo Boletim das empresas estatais federais. A evolução do investimento residencial seguiu a evolução do investimento em produtos da construção, disponível a partir das TRUs provisórias divulgadas pelo IBGE para os anos de 2021 e 2022. Por último, a variação do consumo autônomo das famílias foi calculada a partir das concessões de crédito não rotativo para pessoas físicas, divulgado pelo Banco Central.

Utilizando esses critérios, os gastos autônomos em 2022 totalizaram R\$ 6.077 bilhões, montante que corresponde a 61% do PIB. Isso equivale a dizer que o valor do supermultiplicador foi de 1,65. A Figura 9 a seguir mostra a composição dos gastos autônomos no ano de 2022. Note que no caso das transferências o peso encontra-se multiplicado pela propensão a consumir.

Figura 9 - Composição dos gastos autônomos em 2022

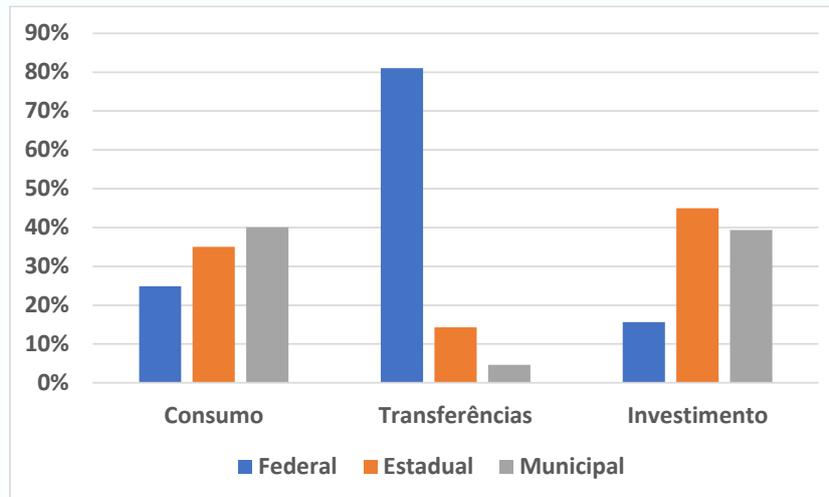


Fonte: IBGE, 2023; Tesouro Nacional, 2023; Banco Central, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Para os propósitos desta seção que é investigar em mais detalhes os impactos da política econômica do governo federal, ainda é necessária uma reorganização dos gastos autônomos. Desagregam-se os gastos do governo por esfera de governo (municipal, estadual e federal) dividindo cada um dos tipos de despesas do governo (consumo, transferências e investimentos) por essas esferas de governo. Até o ano de 2021, essa separação é feita utilizando a Conta Intermediária do Governo. Para cada um desses componentes dos gastos públicos, estabelecemos os percentuais que são feitos pelos governos federal, estadual e municipal e aplicamos aos valores totais desses gastos. Para o ano de 2022, para o qual a Conta Intermediária do Governo ainda não está disponível, o mesmo procedimento foi realizado utilizando relatórios do Tesouro Nacional.

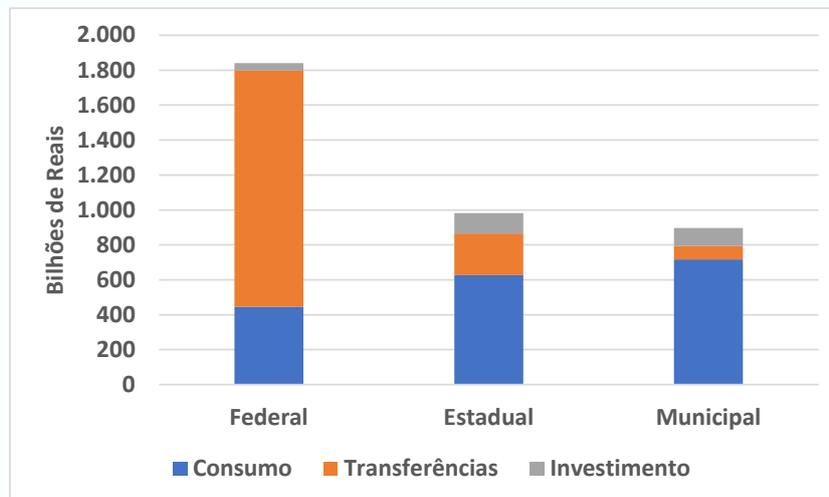
A Figura 10 mostra o percentual do consumo do governo, do investimento do governo e das transferências que são feitos por cada esfera de governo, enquanto a Figura 11 mostra a totalidade dos gastos de cada esfera do governo dividida por tipo de gasto.

Figura 10 - Percentual de cada tipo de gasto por esfera de governo, 2022



Fonte: IBGE, 2023; Tesouro Nacional, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Figura 11 - Gastos por esfera de governo e por tipo de gasto, 2022



Fonte: IBGE, 2023; Tesouro Nacional, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

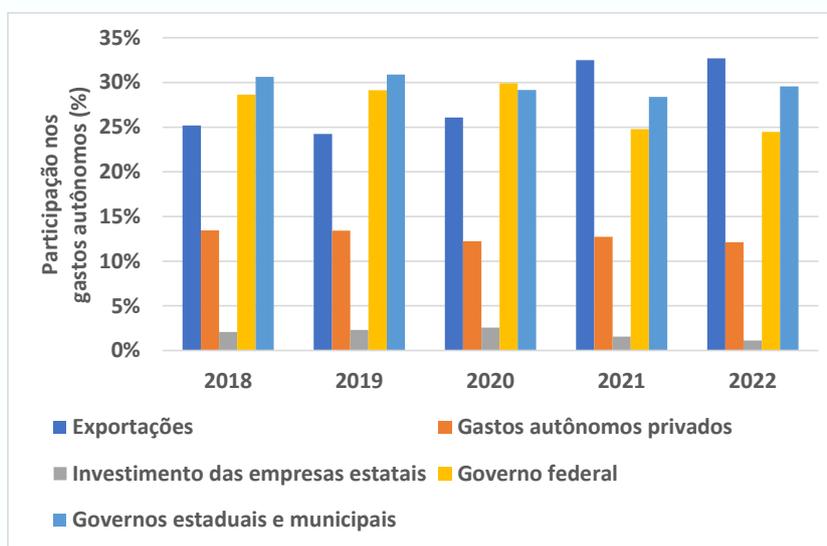
Para realizar as projeções de crescimento para o ano de 2023, os gastos autônomos serão reagrupados da seguinte forma:

1. Totalidade dos gastos do governo federal, incluindo aqui o consumo, investimento e o consumo a partir das transferências;

2. Totalidade dos gastos dos governos estaduais e municipais, incluindo aqui o consumo, investimento e o consumo a partir das transferências;
3. Exportações;
4. Gastos autônomos privados, que incluem o consumo financiado por crédito e o investimento residencial das famílias;
5. Investimento das empresas estatais.

A Figura 12 mostra o peso de cada um desses tipos de gastos autônomos entre 2018 e 2022:

Figura 12 - Participação nos gastos autônomos por tipo de gasto, 2018-2022



Fonte: IBGE, 2023; Tesouro Nacional, 2023; Banco Central, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

De posse de todas essas informações, é possível calcular a partir do modelo a contribuição de cada uma das variáveis para o crescimento do produto. Este crescimento é decomposto pelas contribuições decorrentes das variações: a) das quatro variáveis que determinam o valor do supermultiplicador (c , h , t , m); b) de cada um dos componentes dos gastos autônomos; c) da variação de estoques. Essa equação e os passos para chegar até ela podem ser vistos em Haluska (2023, no prelo). Nas simulações de crescimento para 2023 vamos supor que todos os parâmetros do supermultiplicador permanecem constantes e ignorar a variação de estoques. Dessa forma o crescimento projetado do PIB será igual ao crescimento projetado dos gastos autônomos. A contribuição de cada um desses gastos para o crescimento do produto será igual ao peso de cada um no total dos

gastos autônomos multiplicado pela respectiva taxa de crescimento real projetada. Em termos formais temos:

$$g_Y = \left(\frac{X_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) g_X + \left(\frac{P_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) g_P + \left(\frac{EM_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) g_{EM} + \left(\frac{F_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) g_F + \left(\frac{I_{t-1}^{epub}}{Z_{t-1}}\right) g_{epub} \quad (11)$$

Onde X , P , EM , F , I^{epub} são as exportações, os gastos autônomos privados, os gastos dos governos estaduais e municipais, do governo federal e os investimentos das empresas públicas, respectivamente. Já g_Y , g_X , g_P , g_{EM} , g_F e g_{epub} são as taxas de crescimento em volume do produto, das exportações, dos gastos autônomos privados, dos gastos dos estados e municípios, do governo federal e dos investimentos das empresas públicas, respectivamente. O subscrito (t-1) indica que são os valores do ano anterior que, no caso, corresponde ao ano de 2022.

Vamos supor que os gastos governos estaduais e municipais seguem a trajetória de arrecadação e, portanto, o crescimento do PIB. Na falta de uma hipótese sobre o comportamento dos investimentos das empresas estatais, vamos supor que o seu crescimento também é igual ao crescimento do PIB. Logo:

$$g_{EM} = g_Y \quad (12)$$

$$g_{epub} = g_Y \quad (13)$$

A implicação dessas hipóteses é que esses gastos tornam-se endógenos em nosso modelo. Assim o crescimento do PIB passa a ser uma média ponderada do crescimento das variáveis que ainda restaram exógenas: a) exportações; b) gastos autônomos do setor privado; c) gastos do governo federal; conforme a equação 14 abaixo:

$$g_Y = \frac{\left(\frac{X_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) g_X + \left(\frac{P_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) g_P + \left(\frac{F_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) g_F}{1 - \left(\frac{EM_{t-1}}{Z_{t-1}}\right) - \left(\frac{I_{t-1}^{epub}}{Z_{t-1}}\right)} \quad (14)$$

Conhecemos a composição dos gastos autônomos em 2022, de modo que para obter o crescimento projetado por este procedimento é preciso fazer hipóteses sobre o crescimento das exportações, dos gastos autônomos e dos gastos do governo federal. A Tabela 3 abaixo mostra o peso de cada um dos componentes dos gastos autônomos no total dos gastos autônomos.

Tabela 3 - Peso de cada componente dos gastos autônomos, 2022

Variável	Peso nos gastos autônomos (%)
Exportações	32,7
Gastos autônomos privados	12,1
Investimentos das empresas estatais	1,1
Gastos do governo federal	24,5
Gastos dos governos estaduais e municipais	29,6

Fonte: IBGE, 2023; Tesouro Nacional, 2023; Banco Central, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Aplicando esses percentuais da tabela à equação (15) temos os pesos do crescimento das exportações, dos gastos autônomos privados e dos gastos do governo federal no cálculo do crescimento do PIB:

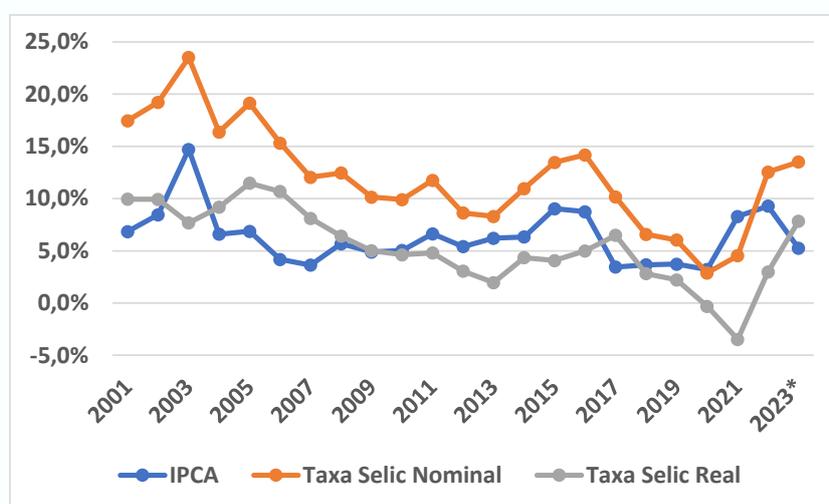
$$g_Y = 0,47 * g_X + 0,18 * g_P + 0,35 * g_F \quad (15)$$

A seguir, vamos descrever e explicar as hipóteses feitas para o crescimento dessas variáveis no ano de 2023. As estimativas para o crescimento das exportações foram feitas multiplicando a projeção de crescimento do PIB mundial em 2023 feita pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) pela elasticidade renda das exportações brasileiras. A expectativa de crescimento mundial do FMI para 2023 é de 2,8%, tendência que deve se manter nos próximos anos, uma vez que o crescimento médio do PIB mundial esperado para os próximos anos (de 2023 até 2028) pelo mesmo FMI é de 3,0%. A estimativa de elasticidade-renda das exportações do Brasil foi calculada com base no crescimento do PIB mundial e das exportações brasileiras de 2003 a 2019 (isto é, excluindo o período da pandemia da Covid-19, por serem considerados ano atípicos). Tanto o crescimento médio do PIB mundial quanto das exportações brasileiras, nesse período, foi de 3,9% ao ano, o que significa que a elasticidade-renda das exportações brasileiras é bem próxima de 1 (um). A partir dessas considerações, consideramos uma taxa de crescimento das exportações de 3,0% em 2023.

Com respeito ao crescimento dos gastos autônomos das famílias, consideramos que parte desses gastos são induzidos pelo crescimento da renda – mais especificamente, pelo crescimento do emprego formal – e outra parte é induzida pelas condições de crédito, tais como as taxas de juros reais. De acordo com as expectativas contidas no *Boletim Focus*, divulgado pelo Banco Central, a taxa Selic deve terminar o ano em 12,50%, indicando que

deve se iniciar um ciclo de afrouxamento monetário no segundo semestre do ano. Apesar disso, a taxa Selic média ao longo de 2023 deve ser superior à de 2022. Soma-se a isso o fato de que a inflação apresenta trajetória de queda. Dessa forma, não só a taxa de juros real em 2023 provavelmente será maior que em 2022, como a taxa de juros real em 2023 deve ser a maior desde 2007. Portanto, a despeito de se esperar reduções na taxa Selic no 2º semestre, consideramos que o mais adequado é tratar o ano de 2023 como um ano de aperto monetário. A Figura 13 abaixo mostra as séries históricas da taxa Selic nominal, do IPCA e da taxa Selic Real ao longo dos últimos anos.

Figura 13 - Selic nominal, IPCA e Selic real – 2001 a 2023



Fonte: IBGE, 2023; Banco Central, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

Observações: As variações do IPCA representam a média de um ano em relação à média do ano anterior; A taxa Selic é a taxa média ao longo do ano. Os valores de 2023 foram estimados com base nas estimativas do Boletim Focus.

Dessa forma, vamos supor dois cenários para a variação dos gastos autônomos privados. Em um cenário pessimista, supomos que a variação desses gastos será igual à observada em 2022, no qual estas despesas se reduziram em 2,5%. Esse cenário se justifica pois 2022 foi um ano de a) aperto monetário e b) crescimento positivo e moderado do PIB, cenário que deve se repetir em 2023. Num cenário otimista em que a flexibilização monetária se fizesse sentir ainda no 2º semestre, vamos supor que os gastos autônomos privados crescessem 2,0% em 2023.

Por fim, resta discutir nossas hipóteses em relação ao crescimento dos gastos do governo federal. De acordo com o *Relatório de avaliação de receitas e despesas primárias*,

do 2º Bimestre de 2023, o orçamento prevê gastos primários de R\$ 2.047 bilhões em 2023, o que representa um aumento em termos nominais de 11,9% em relação ao ano anterior. Ainda segundo este relatório, o deflator do PIB previsto para 2023 é de 6,4%. Deflacionando esse aumento de gastos pelo deflator do PIB, isso resulta em um aumento real dos gastos do governo federal de 5,2%. Vamos considerar esse como sendo o cenário otimista para o aumento dos gastos públicos. No cenário pessimista, vamos supor que haverá algum contingenciamento de gastos até o final do ano e que os gastos primários crescerão 3,5% em termos reais.

Com isso, no cenário pessimista o crescimento do PIB deve ficar em 2,2% em 2023, enquanto no cenário otimista essa taxa de crescimento seria de 3,6%. A Tabela 4 a seguir mostra os valores dos dois cenários descritos acima.

Tabela 4 - Cenários para o crescimento do PIB em 2023

Variável	Taxas de crescimento	
	Cenário pessimista	Cenário otimista
Exportações	3,0%	3,0%
Gastos autônomos privados	-2,5%	2,0%
Gastos do governo federal	3,5%	5,2%
PIB	2,2%	3,6%

Fonte: IBGE, 2023; Tesouro Nacional, 2023, Banco Central, 2023. Elaborado pelos autores, 2023.

5. Considerações finais

Este documento procurou avaliar, de maneira preliminar, o desempenho recente da economia brasileira e as possibilidades envolvidas em dois vetores considerados centrais para a evolução da demanda – as políticas monetária e fiscal – visando integrar todos esses elementos em uma estimativa de crescimento para 2023.

Foi apresentado que, apesar do dado muito positivo do PIB do primeiro trimestre, quando observado o comportamento das variáveis pelo lado da demanda e cotejando-se com outras informações, não parece que a economia brasileira esteja em uma trajetória de forte aceleração do crescimento, tão necessária após um longo período de desempenho macroeconômico medíocre.

Tal análise quantitativa é realizada tendo como pano de fundo a aprovação recente, pela Câmara dos Deputados, do chamado Novo Arcabouço Fiscal proposto pelo Ministério

da Fazenda. Argumenta-se que esse novo arcabouço e a política de ajuste fiscal que ele determina, é necessário para permitir que o Banco Central inicie um movimento de redução dos juros básicos da economia.

A lógica por trás desta suposta conexão é bastante simples. Considera-se que o processo inflacionário é resultado de um excesso de demanda na economia. Este excesso de demanda, por sua vez, é integralmente ou em parte explicado pela existência de um déficit público que injeta mais poder de compra na economia através dos gastos do que retira através da tributação. Dessa forma, caso o "mercado" avalie que tal desequilíbrio exista hoje ou no futuro, criará expectativas inflacionárias que "forçariam" o Banco Central a executar uma política monetária muito dura.

Entretanto, mesmo que se admitisse que a inflação é causada por excesso de demanda, não está claro porque seria o objetivo do Banco Central, pelo menos no curto prazo, aceitar esta "troca" de um crescimento da demanda estimulado pela política fiscal por aquele que seria resultante de uma política fiscal mais frouxa. A preocupação do Banco Central ao executar a sua política é desaquecer a economia, qualquer que seja a origem da demanda excessiva. Entretanto, desconsiderando esses conflitos lógicos, algumas autoridades do governo supõem que ao reduzir o estímulo fiscal ao crescimento da demanda e do produto que, dado o comportamento de outras variáveis como o consumo, o investimento e as exportações, geram um déficit primário, permitiram um relaxamento dos juros básicos capaz de estimular a economia.

Além desta questão mais teórica e conceitual há também outros aspectos problemáticos envolvidos no chamado arcabouço, como a redução do tamanho do Estado como proporção do PIB que implica a regra fiscal de crescimento das despesas a apenas 70% das receitas. Ou a hipótese implícita de que o crescimento potencial da economia brasileira está limitado a 2,5% do PIB, que é o teto para o crescimento das despesas públicas.

Entretanto, levando-se em conta hipoteticamente esta suposta substituição virtuosa entre gasto fiscal por gasto privado, estimulada por uma demanda ao crédito facilitada por taxa de juros mais reduzidas, um dos propósitos gerais desse documento foi fornecer alguns elementos para uma avaliação sobre o quanto isso pode resultar em um real crescimento da economia brasileira. E foi demonstrado que existe uma série de problemas para que isto possa ocorrer de uma forma suficientemente intensa.

Em primeiro lugar, a variação dos juros na ponta do tomador historicamente parece não acompanhar o movimento dos juros básicos, sem contar com a disparidade entre o valor dos juros básicos e as taxas de juros muito mais altas para alguns tipos de crédito, que faz com que quedas pequenas dos primeiros sejam ainda menos significantes para os segundos.

O segundo ponto é das elasticidades historicamente observadas entre as concessões de crédito e as taxas de juros. Não se registra uma resposta tão expressiva de aumento das operações de crédito a partir da queda da taxa de juros, tampouco esse comportamento pode ser considerado homogêneo entre diferentes operações de crédito para pessoas físicas.

Finalmente, há que se considerar que, mesmo quando há uma resposta positiva do crédito diante de uma queda dos juros, importa o volume de cada operação como proporção do PIB pois isto revela qual o peso estrutural desse componente e assim qual seu potencial em termos de contribuir para uma projetada expansão do PIB.

Com todos esses aspectos levados em consideração optou-se por definir dois cenários, um que chamamos de pessimista e outro otimista, tanto em relação a expansão fiscal quanto a de gastos autônomos privados, os quais estão diretamente relacionados com a expansão do crédito. Como resultado tivemos um cenário mais pessimista de crescimento de 2,2% e um otimista de 3,6% em 2023, dependendo do comportamento das variáveis de crédito/consumo privado e gasto público.

Obviamente que este é apenas uma primeira estimativa muito preliminar e o avanço do trabalho pretende integrar de forma mais sistemática e detalhada todas as variáveis que alimentam o modelo, acompanhando simultaneamente a evolução dos parâmetros e regras definidas pela política econômica e a relação do governo com o Congresso Nacional. Neste aprofundamento, algumas questões deverão ser priorizadas, tais como o estudo de determinantes da expansão do crédito para o setor privado além de se buscar gerar estimativas de crescimento mais detalhadas e com horizontes temporais de médio prazo.

Ainda assim, neste primeiro esforço já parece claro o papel predominante que os gastos públicos têm como componente autônomo da demanda e como sua restrição pode se transformar numa restrição ao próprio crescimento mais sustentado da economia. Os limites impostos ao crescimento das despesas públicas pelas regras no Novo Arcabouço Fiscal são, em última instância, limitações ao próprio crescimento da economia. Com elas, o Governo Federal se priva voluntariamente de um componente crucial de demanda que poderia aquecer a atividade econômica. Note-se que, nos termos da simulação que foi aqui realizada, os gastos públicos federais foram considerados despesas autônomas porque o novo arcabouço ainda não encontra-se em vigência. Com a sua implementação, as despesas públicas federais passarão a ter um comportamento induzido, ou seja, dependente do crescimento das receitas e do crescimento da própria economia. Um gasto que é em princípio autônomo e sob o controle da política econômica torna-se induzido e dependente das demais condições da economia. É bastante difícil compatibilizar uma abordagem teórica baseada no princípio keynesiano da demanda efetiva no longo prazo com uma restrição tão definitiva ao crescimento do gasto público.

Nestas condições, considerando que a taxa máxima de crescimento do gasto público definida pelo novo arcabouço é de 2,5% do PIB, qual seria, por exemplo, a taxa de crescimento dos gastos privados para se chegar a um valor superior à esperança do Ministro da Fazenda de crescer acima da média mundial (na última estimativa do FMI estava em cerca de 3%)?

Concordando ou discordando do novo arcabouço fiscal, o que se espera é que o debate sobre a política econômica possa ser feito de forma associada ao projeto do governo para o país, e levando em conta a sua consistência empírica. Estimativas futuras serão importantes também para estimar a compatibilidade entre as propostas do governo para o superávit primário e a manutenção de pisos constitucionais, bem como entre os limites fixados para o crescimento do total dos gastos e o crescimento vegetativo de transferências, como no caso da previdência social.

Referências

FREITAS, F.; DWECK, E. The Pattern of Economic Growth of the Brazilian Economy 1970-2005: A Demand-Led Growth Perspective. In: LEVRERO, E.; PALUMBO, A.; STIRATI, A. (Eds.). *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory*. Vol. 2. [S. l.]: Palgrave MacMillan, 2013.

IPEA. Panorama fiscal: destaques de 2022 e perspectivas. *Carta de Conjuntura*, n. 58, 1º trimestre 2023.

HALUSKA, G. *A economia brasileira no século XXI: uma análise a partir do modelo do Supermultiplicador Sraffiano*, 2023. [No prelo].

PINKUSFELD BASTOS, C. Conflito distributivo e inflação. *Textos para discussão*, CEPAL; IPEA, n. 11, 2010. Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2974/1/TD_1529.pdf. Acesso em: jun. 2023.

SERRANO, F.; SUMMA, R. *Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014*. Center for Economic and Policy Research. Disponível em: <https://cepr.net/documents/publications/Brazil-2015-08-PORTUGUESE.pdf>. Acesso em: jun. 2023.



Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento – CICEF

Av. Rio Branco, 124 - Ed. Edison Passos (Clube de Engenharia), 13º andar, sala 1304

Centro, Rio de Janeiro, RJ. 20040-001.

<http://www.centrocelsofurtado.org.br/>
secretaria@centrocelsofurtado.org.br



Conselho Regional de Economia do Rio de Janeiro – CORECON/RJ

Av. Rio Branco, 109 - 19º andar

Centro, Rio de Janeiro, RJ. 20040-001

<http://www.corecon-rj.org.br/portal/>
corecon-rj@corecon-rj.org.br