

# É a restrição externa, estúpido

José Luis Oreiro  
*Valor*, 9.6.2010

## **A barreira inflacionária é apenas uma limitação de curto prazo ao crescimento**

### **A verdadeira restrição ao crescimento da economia brasileira vem do front externo**

Os dados do PIB trimestral divulgados ontem pelo IBGE mostram que a economia brasileira não só superou totalmente os efeitos da crise do último trimestre de 2008, como ainda cresce de forma bastante acelerada. Com efeito, o PIB brasileiro apresentou crescimento de 2,7% no primeiro trimestre de 2010 contra o quarto de 2009, perfazendo assim uma expansão anualizada de 11,24% ao ano!!! Na comparação com o trimestre anterior observa-se também uma aceleração na margem, haja vista que a economia brasileira havia apresentado uma expansão de 2,3% no quarto trimestre de 2009 em comparação com o terceiro do mesmo ano.

Essa performance altamente positiva do PIB nos últimos dois trimestres deve-se à combinação de forte expansão do crédito, principalmente por parte dos bancos públicos, política monetária expansionista (taxa real de juros abaixo da neutra), e aumento dos gastos públicos (aceleração do ritmo de expansão dos gastos de consumo do governo de 0,6% no último trimestre de 2009 para 0,9% no primeiro de 2010).

Uma questão que tem preocupado os economistas e o público em geral refere-se à sustentabilidade desse crescimento a médio prazo. De fato, a maioria dos economistas acredita que a economia brasileira pode crescer de forma sustentada, ou seja, sem pressões inflacionárias, a um ritmo entre 4,5% a 5% ao ano, ou seja, um crescimento trimestral entre 1,125% e 1,25% por trimestre. Essa projeção de crescimento potencial pode ser facilmente obtida a partir de um modelo simples de crescimento econômico - o assim chamado modelo Harrod-Domar - no qual a taxa de crescimento de equilíbrio é dada pela razão entre a taxa de investimento e a relação capital/produto menos a taxa de depreciação do estoque de capital. Supondo uma taxa de investimento igual a 20% do PIB, uma relação capital/produto igual a 2,5 e uma taxa de depreciação do estoque de capital igual a 3,5% ao ano chega-se a uma taxa de crescimento de equilíbrio de 4,5% ao ano.

Isso posto, o atual ritmo de crescimento da economia brasileira é tido como insustentável, o que deverá produzir fortes pressões inflacionárias, obrigando o Banco

Central a realizar um aumento forte da taxa de juros para manter a inflação dentro da meta definida pelo Conselho Monetário Nacional.

Uma variável fundamental na determinação da taxa de crescimento de equilíbrio é a fração do PIB dedicada à formação bruta de capital fixo. Com efeito, uma maior taxa de investimento implica numa taxa de crescimento maior, compatível com a estabilidade da inflação. Dessa forma, uma situação de desequilíbrio na qual a economia esteja crescendo mais rapidamente do que o permitido pela "taxa de equilíbrio", mas onde a taxa de investimento esteja aumentando ao longo do tempo (devido ao assim chamado efeito acelerador), será um "desequilíbrio temporário", que será resolvido, a médio prazo, pelo ajuste da capacidade produtiva ao ritmo de expansão da demanda agregada.

Essa é precisamente a situação em que a economia brasileira se encontra neste momento. Os dados do IBGE mostram que a formação bruta de capital fixo tem crescido a uma taxa cerca de três vezes maior do que o crescimento do PIB. De fato, a FBKF cresceu a uma taxa de 7,1% no quarto trimestre de 2009 (contra o trimestre anterior) e 7,4% no primeiro trimestre de 2010. Em termos anualizados isso significa um crescimento quase 30% da FBKF !!! Mantido esse ritmo de aumento do investimento e supondo uma expansão de 6% ao ano para a economia brasileira nos próximos 2 anos, a taxa de investimento irá atingir 27,67% do PIB em 2011 (partindo de 0,18% do PIB em 2009). Essa taxa de investimento é compatível com um crescimento de equilíbrio de 7,56% ao ano, valor bastante superior ao que é tido, nas condições atuais, como "excessivo". Desse razoado se segue que a "barreira inflacionária" é apenas uma restrição de curto prazo ao crescimento econômico, a qual pode ser superada, em prazo aceitável politicamente, por intermédio de um aumento suficientemente forte do investimento.

A restrição ao crescimento da economia brasileira não vem da "barreira inflacionária", mas do front externo. Nos últimos dois trimestres a taxa de crescimento das importações tem superado a taxa de aumento das exportações em quase quatro vezes. De fato, no último trimestre de 2009, as importações cresceram a uma taxa chinesa de 13,3% ao passo que as exportações cresceram a uma taxa francesa de 3,3%. No primeiro trimestre de 2010, o quadro externo se deteriorou ainda mais com as importações mantendo uma forte expansão de 13,1%, mas com uma queda do ritmo de crescimento das exportações para 1,7%. Mantido esse ritmo é possível que até o fim do ano, o Brasil passe a incorrer em déficits comerciais, o que terá um efeito explosivo sobre a dinâmica dos déficits em conta corrente. Nesse cenário, é possível que o déficit em conta corrente supere, com folga, a marca de 6% do PIB já em 2011.

Os defensores do atual regime cambial brasileiro - "o sistema de câmbio flutuante, que flutua" - irão afirmar que a situação do déficit em conta corrente não é preocupante, pois, em algum momento no futuro, o câmbio irá se ajustar, fazendo com que a

situação externa da economia brasileira seja resolvida "automaticamente". A experiência do Brasil e da América Latina mostra que isso não é verdade. Os mercados financeiros internacionais estão sujeitos a ondas de "exuberância irracional" de tal forma que déficits em conta corrente insustentáveis podem ser financiados, por longos períodos, pelos fluxos internacionais de capitais. O desfecho dessa estória, no entanto, é sempre o mesmo: parada súbita da entrada de capitais (devido a algum evento não-fundamental), o que leva a uma depreciação violenta (e, em geral, excessiva, o assim chamado "overshooting") da taxa nominal de câmbio, o que força a adoção de políticas monetária e fiscal fortemente contracionistas, levando o país a recessão.

A verdadeira restrição ao crescimento da economia brasileira vem do front externo. O problema do Brasil é que a elasticidade renda das importações é muito maior do que a elasticidade renda das exportações. Nesse contexto, o crescimento acelerado só é possível, temporariamente, por intermédio do endividamento externo.

**José Luis Oreiro** é professor do departamento de Economia da Universidade de Brasília.