

## **Quando o Brasil voltará a crescer?**

*Retomada do crescimento é inadiável e não há outra saída senão redefinir política econômica no curto prazo*

*Por André Nassif*

*Valor, 26/01/2024*

Desde o início da década de 1980, o Brasil vem passando por processo de estagnação, sem fim. Entre 1980 e 2023, a taxa de crescimento do PIB não superou os 2,3% ao ano, inferior ao crescimento mundial, de 2,8% ao ano. O crescimento médio da produtividade tem rodado próximo de zero em igual período. A retomada do crescimento, em ritmo mais expressivo e sustentável, é inadiável, porque dele depende a melhoria do padrão de vida dos brasileiros no futuro. A questão é: o Brasil voltará a crescer sobre bases sustentáveis?

Para responder à pergunta, recorro ao modelo de equilíbrio geral de James Meade, Prêmio Nobel de Economia em 1977, para quem o desafio dos policy-makers é adotar políticas consistentes que assegurem, simultaneamente, o equilíbrio interno (crescimento compatível com o pleno emprego e estabilidade de preços) e o equilíbrio externo (equilíbrio do balanço de pagamentos). Embora seja um modelo de curto prazo, concebido para o mundo de Bretton Woods, em que prevaleciam taxas de câmbio fixas (mas ajustáveis) e controle de capitais, ele pode não apenas ser adaptado para o mundo atual, com taxas de câmbio flutuantes e elevada abertura ao movimento de capitais, como também estendido ao longo prazo.

No modelo, o equilíbrio interno e o equilíbrio externo são determinados, simultaneamente, pela taxa de câmbio real e pela absorção doméstica (consumo, investimento e gastos do governo). Enquanto as políticas monetária e fiscal afetam diretamente o nível da demanda doméstica e o equilíbrio interno, a política cambial, ao alterar a composição da demanda agregada destinada aos produtos domésticos e aos produtos importados, interfere diretamente no equilíbrio externo.

A taxa de câmbio real está associada negativamente ao equilíbrio interno, mas positivamente ao equilíbrio externo. Assim, uma taxa de câmbio real menor (moeda brasileira sobrevalorizada), por diminuir a absorção de bens domésticos em detrimento dos importados (que se tornam mais baratos) e causar desemprego, requer incremento da absorção doméstica (por exemplo, através de uma política fiscal expansionista) para levar a economia de volta ao equilíbrio interno; já uma taxa de câmbio real maior (moeda brasileira subvalorizada), ao ampliar a competitividade internacional, afeta positivamente as exportações líquidas e acarreta (tudo o mais constante) maior superávit do balanço de pagamentos.

Atualmente, a economia brasileira conta com equilíbrio externo, mas não interno, pois opera abaixo de seu potencial e com elevado desemprego. No mundo de Bretton Woods, havia maior autonomia no manejo da política macroeconômica. Uma política monetária expansionista poderia levar a economia ao pleno emprego e até mesmo provocar alguma inflação no médio prazo. Uma política de desvalorização cambial, acompanhada de ajustes finos de contração monetário-fiscal, poderia levá-la a alcançar a situação ótima de pleno emprego, estabilidade de preços e equilíbrio do balanço de pagamentos.

O modelo sugere que os instrumentos da política macroeconômica envolvem dilemas (trade-offs): em um mundo com taxas de câmbio fixas (mas ajustáveis) e controle de capitais, políticas monetárias e fiscais expansionistas aumentam a absorção doméstica e reduzem o desemprego, mas deterioram os resultados do balanço de pagamentos. Para contornar o trade off, uma política de desvalorização cambial seria capaz de reorientar a composição da demanda agregada para gastos em produtos e serviços domésticos em detrimento dos importados, propiciando uma melhoria dos resultados do balanço de pagamentos.

Acontece que no Brasil (e no mundo), atualmente, prevalecem regimes de câmbio flutuantes e elevada mobilidade dos fluxos de capitais externos. A autonomia para a execução de políticas macroeconômicas compatíveis com os interesses sociais de longo prazo é reduzida, mas não inexistente. O ideal é que os regimes de metas de inflação sejam razoavelmente flexíveis, com bancos centrais conferindo pesos iguais aos objetivos de manter a inflação na meta e alcançar o pleno emprego.

Infelizmente, diferentemente de outros países, este não tem sido o caso do Brasil. Na situação atual, por exemplo, tanto a política monetária quanto a política fiscal operam com vieses contracionistas. O novo arcabouço fiscal confere maior flexibilidade para que a política fiscal se desvie para o terreno expansionista, mas este dependerá da dinâmica das receitas do governo. Dada a desaceleração econômica em curso, se mantida a meta de déficit fiscal primário zero, será mínimo o potencial para incremento dos investimentos públicos, condição necessária para acionar o motor da recuperação econômica.

Qual seria a melhor solução agora? Mesmo com os cortes esperados da Selic, para 9% até o final do ano, ainda assim a taxa de juros real básica de curto prazo, de 4,9%, permanecerá com viés contracionista no final de 2024, considerando expectativas de inflação de 3,9% e taxa de juros real neutra de 4%, de acordo com as projeções do Banco Central. Logo, não há outra saída senão redefinir os contornos da política econômica no curto prazo, alterando a meta de déficit fiscal primário para 1% do PIB, de sorte que a expansão dos investimentos públicos programados proporcione o start inicial da recuperação econômica e impulse, consequentemente, os investimentos privados.

Voltando ao modelo de equilíbrio interno-externo, com câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais, uma política fiscal expansionista, no momento, faria com que a economia brasileira aumentasse a absorção doméstica e reduzisse o desemprego. E, prevendo alguma

incerteza no mercado financeiro, que sempre reage, de forma exagerada e, na maioria dos casos, injustificadamente, à expansão dos gastos públicos, esse impulso fiscal, ao gerar alguma turbulência temporária no mercado de câmbio, provocaria maior depreciação do real e equilíbrio externo às custas do equilíbrio interno. Porém, com o manejo dos instrumentos de política cambial vigentes (venda de reservas, swaps cambiais etc), o Banco Central do Brasil seria plenamente capaz de aliviar a pressão sobre a taxa de câmbio e trazer a economia brasileira ao equilíbrio “geral”, entre 2024 e 2025.

Evidentemente, as medidas sugeridas não respondem integralmente à pergunta que dá título a este artigo. Afinal, o crescimento da economia sobre bases sustentáveis depende de uma diversidade de fatores adicionais complementares, como o impacto da nova política industrial a ser lançada (a neoindustrialização) sobre a taxa de investimento, redução das taxas de juros reais para níveis internacionais, preservação de uma taxa de câmbio real competitiva e estável etc. Mas para que o novo arcabouço fiscal venha a funcionar de forma satisfatória, preservando investimentos públicos e gastos sociais em patamares que proporcionem aumento da produtividade da economia e redução das desigualdades, mas permitindo, ao mesmo tempo, ritmo de crescimento das receitas públicas superior ao das despesas primárias, é preciso que o motor da recuperação seja acionado pela política fiscal. Do contrário, o Brasil contratará não apenas menor crescimento econômico, mas também maior dificuldade para colocar em prática o novo arcabouço fiscal vigente.

**André Nassif é professor-visitante do King’s College London, Reino Unido, e autor de “Desenvolvimento e Estagnação: o Debate entre Desenvolvimentistas e Liberais Neoclássicos”.**

**E-mail: [andre.nassif@kcl.ac.uk](mailto:andre.nassif@kcl.ac.uk); [andrenassif27@gmail.com](mailto:andrenassif27@gmail.com)**