

Produto Potencial e Política Monetária

José Luís Oreiro*

Nas últimas semanas tem ocorrido uma discussão interessante entre os economistas e técnicos do governo a respeito do quanto a economia brasileira pode crescer de forma sustentada no longo-prazo, isto é, quanto a economia brasileira pode crescer sem gerar pressões inflacionárias que obriguem o Banco Central a aumentar a taxa de juros e, dessa forma, abortar o processo de retomada do crescimento econômico.

Nesse contexto, parece haver certo consenso com respeito a duas questões fundamentais. A primeira questão refere-se ao valor da taxa potencial de crescimento da economia brasileira. Parece haver uma unanimidade entre os economistas de que a economia brasileira não pode crescer mais do que 3 ou 3,5% ao ano. A segunda questão refere-se ao papel que a política monetária pode desempenhar no crescimento econômico de longo prazo. No que se refere a essa questão, a *sabedoria convencional* reinante entre os economistas brasileiros é que a única contribuição que a política monetária pode dar para o crescimento econômico é assegurar a estabilidade da taxa de inflação. A política monetária, de acordo com esse *saber convencional*, não pode ser usada para estimular o crescimento econômico de longo prazo, mas somente para o controle da taxa de inflação. Dessa forma, um aumento da taxa potencial de crescimento da economia brasileira só poderia ser obtido por intermédio de *reformas microeconômicas* (como a reforma trabalhista e tributária), não cabendo nenhum papel relevante a política monetária.

Essas duas proposições do *saber convencional* estão, no entanto, equivocadas. A primeira por ser excessivamente otimista face aos determinantes estruturais do crescimento de longo-prazo da economia brasileira. A segunda por desconsiderar a influência da taxa de juros na decisão de investimento das empresas e, por seu intermédio, sobre o crescimento de longo prazo.

A taxa potencial de crescimento de uma economia depende de três variáveis fundamentais, a saber: a formação bruta de capital fixo como proporção do PIB, a quantidade de capital tecnicamente requerida por unidade de produto potencial e a taxa de depreciação do capital fixo. Entre 1991 e 2003, a formação bruta de capital fixo tem flutuado em torno de uma média de 19,26%, de acordo com dados do Ipeadata. Utilizando a série de estoque de

* Professor do Departamento de Economia da UFPR e Pesquisador do CNPq. Endereço eletrônico: joreiro@ufpr.br. Página pessoal: <http://www.joseluisoreiro.ecn.br>.

capital calculada pelo IPEA em conjunto com os dados anuais de PIB, podemos obter uma estimativa da relação capital-produto. Tal como mostro em um artigo publicado no último número do boletim *Economia & Tecnologia* da UFPR, entre 1950 e 2002, a relação capital-produto tem mostrado uma forte tendência de elevação, apresentando um valor superior a 3,1 nos últimos 15 anos. Supondo uma taxa de depreciação do capital fixo de 3,5% ao ano (a mesma observada na economia norte-americana), chega-se a uma taxa potencial de crescimento de 2,7% ao ano por intermédio da famosa *equação fundamental de crescimento do modelo Harrod-Domar*, qual seja: $g = \frac{f}{v} - \delta$ (Onde: g é a taxa potencial de crescimento, f é a formação bruta de capital fixo como proporção do PIB, v é a relação capital-produto e δ é a taxa de depreciação do estoque de capital). Este número está bastante próximo da taxa média de crescimento da economia brasileira nos últimos 25 anos, razão pela qual podemos acreditar que o mesmo seja uma estimativa “confiável” da taxa potencial de crescimento da economia brasileira.

Sendo assim, uma forma de aumentar a taxa potencial de crescimento da economia brasileira consiste em elevar a taxa média de formação bruta de capital fixo como proporção do PIB. Nesse contexto, para aumentar a taxa potencial de crescimento da economia brasileira para 5% ao ano, supondo constantes os valores da relação capital-produto e da taxa de depreciação do estoque de capital, seria necessário elevar a taxa de investimento para aproximadamente 26% do PIB, ou seja, faz-se necessário um aumento da formação bruta de capital fixo da ordem de 7% do PIB.

É aqui que a política monetária ultra-conservadora adotada pelo Banco Central atrapalha o crescimento de longo-prazo. Com uma taxa real de juros superior a 10% ao ano, poucos são os projetos de investimento economicamente viáveis. As elevadas taxas de juros deprimem a formação bruta de capital fixo e, dessa forma, contribuem para a redução da taxa potencial de crescimento da economia brasileira. O Banco Central alega que as taxas de juros não podem ser mais baixas porque, do contrário, a economia cresceria além do seu potencial, gerando pressões inflacionárias que inviabilizariam a obtenção das metas de inflação. O problema é que o Banco Central ignora os efeitos da sua política sobre a taxa potencial de crescimento. Se as taxas de juros fossem mais baixas, então as decisões de investimento em ampliação de capacidade produtiva das empresas seriam viabilizadas, permitindo um aumento da formação bruta de capital fixo e, portanto, da taxa potencial de crescimento da economia brasileira. Se ocorrerem pressões inflacionárias, as mesmas serão puramente temporárias,

resultantes do hiato temporal entre a tomada das decisões de investimento e a maturação dessas mesmas decisões em aumento da capacidade produtiva existente.

Essas considerações não devem nos levar a conclusão (equivocada) que as reformas microeconômicas são irrelevantes para o crescimento de longo-prazo. Tais reformas são importantes e devem ser implementadas. No entanto, a retomada do crescimento sustentado da economia brasileira não se fará enquanto a mesma ostentar o inglório título de possuidora da maior taxa real de juros do mundo.

