

# UMA ESCOLHA DIFÍCIL

**Em abril de 2011, a presidente Dilma Rousseff** apresentou aos brasileiros o dilema shakespeariano em que vive o governo. Em uma solenidade, afirmou que não sacrificaria o emprego e o crescimento para combater a inflação. Logo após, em outra, declarou que não permitiria “sob qualquer circunstância” que a inflação voltasse. Em campanha eleitoral é fácil colocar em um dos pratos da balança todas as coisas boas que se deseja. Mas, estando no governo, percebe-se que para alcançá-las existem problemas. Os economistas usam a expressão “*trade-off*” para designar uma situação na qual existem metas conflitivas, isto é, que não podem ser obtidas simultaneamente. Se desejamos combater a inflação, a taxa de crescimento em geral diminui. Se quisermos mais crescimento, a inflação em geral aumentará.

Seria possível escapar do dilema? No caso brasileiro, creio ser muito difícil. Será possível calibrar a dosagem macroeconômica de tal forma que os preços não ultrapassem a meta de 6,5% de alta, e a variação do PIB não caia abaixo dos 4,0%? Creio que sim. Mas por que diabos estaríamos condenados a uma escolha na qual o crescimento é tão medíocre em comparação com outros emergentes?

Os economistas trabalham com o conceito de PIB potencial, isto é, o produto que é possível alcançar sem gerar pressões inflacionárias. No nosso caso, o Banco Central situa esse número em torno dos 4,5%. Qual a principal causa dessa limitação? A questão central é a dívida pública. Isto é, a rolagem de uma dívida de mais de 1,7 trilhão de reais com prazo curto de pagamento, por volta de 40 meses. A cada mês o governo vai

ao mercado e tenta vender cerca de 40 bilhões de seus títulos, pelos quais paga uma taxa de juros hoje próxima da Selic, de 12% ao ano. Se essa taxa cair, como ocorreu entre 2009 e início de 2010, quando chegou a 8,75%, os crediários vão ficar mais acessíveis, o consumo se expandirá e o investimento também, pois os compradores estarão se debruçando sobre o balcão à cata de bens e serviços. Se os preços das *commodities* no mercado internacional também se elevarem (reverberando no mercado interno), isso anulará os benefícios de uma valorização cambial sobre os preços internos (causada pela enxurrada de dólares atraída pela elevada taxa de juros aqui praticada, mesmo quando cai), e o dragão inflacionário começará a soltar fumaça pelas ventas.

Em 2010, o PIB cresceu cerca de 7,5% e a inflação quase bateu os 6,0%: o preço dos serviços disparou no início de 2011 e o dos alimentos também, para não falar dos combustíveis. Se a taxa de juros permanecesse a mesma, o juro real (nominal depurado da inflação) já não seria compensador, e muitos deixariam de aplicar (via bancos) nos títulos do governo e desviariam parte de suas aplicações para o consumo, jogando mais água no moinho da inflação. O governo teria dificuldade em fazer a rolagem de sua dívida pública.

As medidas restritivas ao consumo repensadas em 2010 – em ano eleitoral, o mais importante é ganhar as eleições – começam a surtir efeito a partir de maio de 2011, e a expectativa é de que o crescimento do PIB caia pela metade. Enquanto a questão da dívida pública não for equacionada com prazos mais longos e juros mais baixos, continuaremos segurando a lanterna do crescimento entre os BRICs. ■



“Estabilidade de preços ou crescimento do PIB, eis o dilema shakespeariano do Brasil”



**PAULO SANDRONI,**  
FGV-EAESP,  
[paulo.sandroni@fgv.br](mailto:paulo.sandroni@fgv.br)