

**Presidente do Banco Central** no primeiro governo de Fernando Henrique Cardoso, o economista Gustavo Franco continua filiado ao PSDB e apoia a candidatura de Aécio Neves à Presidência. Mas ressalta que fala em seu nome quando ataca a condução da política econômica do governo Dilma Rousseff. Ele afirma que a nova matriz da economia, com influência keynesiana, “é uma perda de tempo, uma tolice”. E também diz que não faz sentido atribuir a inflação a causas climáticas ou sazonais. “O que houve de mais errado, de mais evidente, foi a política fiscal. Ao longo dos anos, este foi sempre o maior problema. É o coração do problema inflacionário brasileiro”. O economista critica com veemência o prolongamento da política anticíclica iniciada em 2008: “Fez sentido nos primeiros três meses da crise. Mas, uma vez que se passou desse período, o que era anticíclico não precisava mais ter essa conotação. Virou simplesmente gastança, com todo o tipo de maquiagem”.

**Marcelo Loureiro**  
marcelo.loureiro@brasileconomico.com.br  
**Octávio Costa**  
ocosta@brasileconomico.com.br

Muitos dizem que o país vive hoje uma típica inflação de oferta. Além disso, a indústria cresce pouco, com problemas de câmbio e competitividade. O sr. concorda?

Não. Acho que nós temos, sim, problemas pelo lado da oferta, os quais prejudicam a competitividade. Mas isso não tem nada a ver com a inflação, que é um fenômeno fiscal e monetário, que tem a ver com o poder de compra da moeda. O que está errado é a moeda e o crédito público. O resto é um tanto de criatividade contábil e teórica para explicar o inexplicável. Ou seja, temos condições fiscais inconsistentes com estabilidade de preço, a inflação está subindo e se quer inventar outra explicação para ela, que não existe.

Então, também não seria uma inflação de alimentos?

Nem de alimentos, nem de serviços. A inflação tem por ofício — em sua própria definição, inclusive — ser generalizada. O sistema de preços é um organismo vivo, que está sempre em mudança, com áreas encolhendo e outras expandindo. Tem sazonalidades, safras, tecnologia, preços de produtos eletrônicos despendendo, tomate subindo porque não choveu etc. São centenas de influências desse tipo, o tempo inteiro, mas não há nenhuma lei que diga que a soma dessas influências tenha que ser 0, mais 10 ou menos 5. Isso tem a ver com a política monetária.

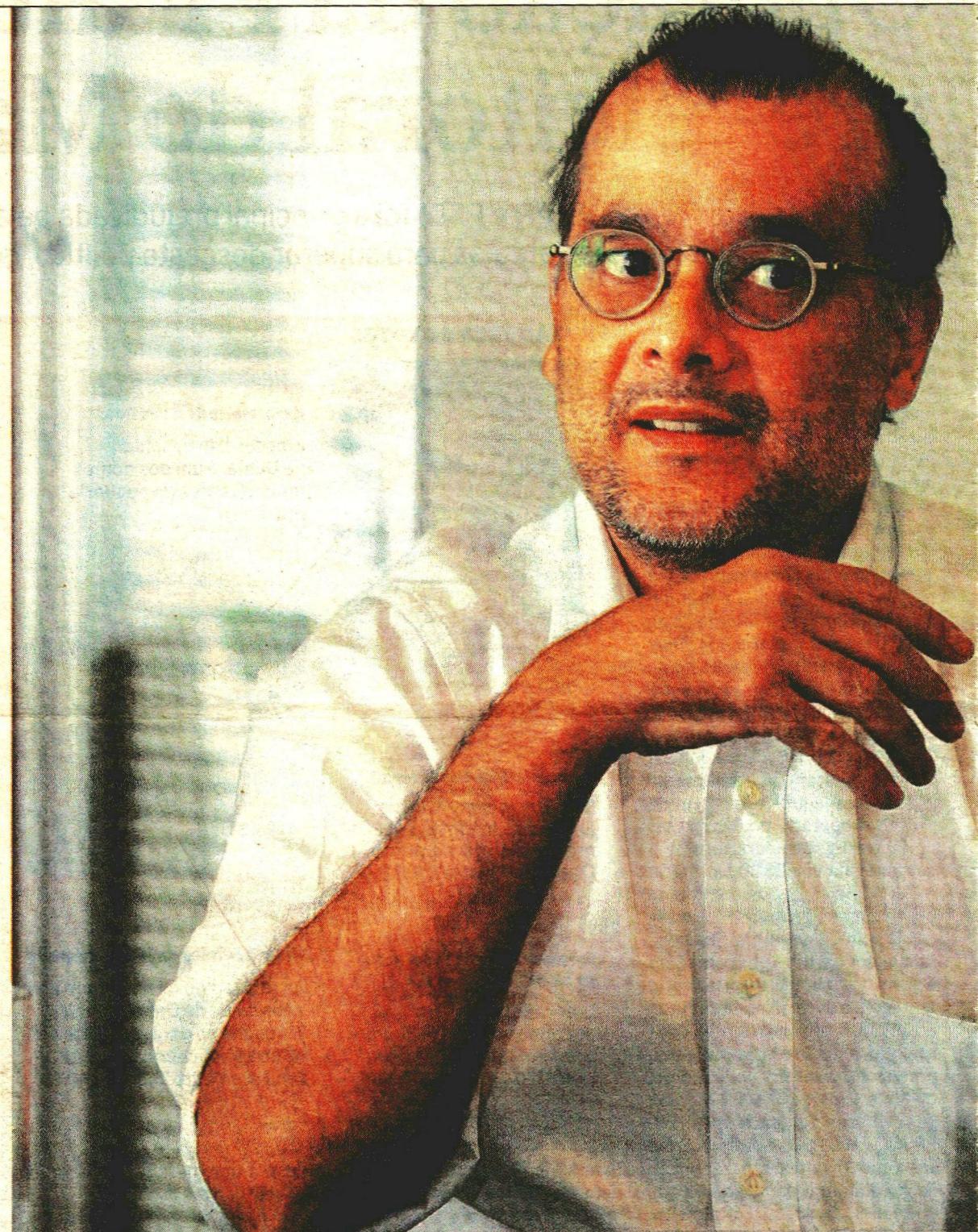
É preciso não esquecer que a inflação é a perda de poder de compra da moeda.

O que foi feito ou deixou de ser feito para que a inflação chegasse a esse ponto?

O que houve de mais errado, de mais evidente, foi a política fiscal. Ao longo dos anos, este foi sempre o maior problema. É o coração do problema inflacionário brasileiro. No passado, quando tivemos hiperinflação, foi em decorrência de um caos fiscal. Melhoramos muito a situação no decorrer do tempo. Mas o que ocorreu, de uns três, quatro anos para cá, foi um evidente enfraquecimento da convicção do governo quanto à responsabilidade fiscal. De 2008 para cá, começou a aparecer essa linguagem de política anticíclica, que poderia até fazer sentido nos primeiros três meses da crise. Mas, uma vez que se passou desse período, o que era anticíclico não precisava mais ter essa conotação. Virou simplesmente um período de gastança, com todo o tipo de maquiagem, com o intuito de ocultar ou diminuir esse tipo de processo, mas com revelações quanto à filosofia da coisa que são muito claras — da parte do ministro da Fazenda e da própria presidente, que, de vez em quando, se aventura por conceitos meio heterodoxos de política econômica. Desta linha de pensamento, não consta a ideia de que a questão fiscal esteja no coração do problema da inflação.

Poderia dar um exemplo?

Outro dia, a presidente falou mais ou menos assim: se a meta de inflação caísse de 4,5% para



“

**O que está errado é a moeda e o crédito público. (...) Temos condições fiscais inconsistentes com estabilidade de preço. A inflação está subindo e se quer inventar outra explicação para ela”**

2% ou 3%, o desemprego não seria 5%, mas 8%.

O senhor discorda da ideia de uma nova matriz econômica, com influência keynesiana?

Eu acho isso uma perda de tempo, uma tolice. Para que, nesta altura da vida, estamos flertando com esse tipo de ideia? É o ex-alcoólatra achando que certo tipo de bebida não tem problema. Tantas outras coisas poderiam merecer uma reflexão tão elaborada das autoridades econômicas, mas, em vez disso, estamos voltando a um tema que deveria ter ficado lá para trás, enterrado com as várias jabuticabas da hiperinflação. As coisas estão estabelecidas há, mais ou menos, um século. Ninguém vai inven-

tar nada de novo. O que produz inflação, está produzindo inflação. As coisas são mais simples.

Mas, em 2008/2009, não só essa política anticíclica, mas também a desoneração da indústria, chegaram a funcionar, não?

Não acho que tenha funcionado. Houve, naquele momento, uma transmissão da crise global para o Brasil, com uma característica muito singular: uma espécie de corrida bancária nos bancos médios. Foi por aí, por exemplo, que houve a contração, que foi extraordinária, no financiamento de veículos, que, em dois meses, levou a indústria automobilística às férias coletivas. As políticas empregadas para reverter

# 'FAZER O AJUSTE JÁ EM 2014 SERIA INOVADOR E CORAJOSO'



esse movimento foram, essencialmente, coisas de natureza bancária, que garantiram a liquidez dos bancos médios e a proteção dos depositantes, que estavam nervosos. Isso restituuiu a normalidade do financiamento. Tanto que os problemas bancários provocados pela crise apareceram algum tempo depois e foram todos resolvidos sem maiores sacudidas no sistema. Nesse momento crítico, o que resolveu o problema foi a atuação do BC. Eu atribuo um papel muito menor às desonerações e às medidas seletivas do Ministério da Fazenda com impostos, porque elas são, mais ou menos, como deslocar no tempo o momento em que as pessoas compram as coisas, a partir da manipulação da tributação. O efeito é tempo-

rário e você tem, sempre, que pagar na frente o que obteve de ganho agora.

**Foi graças à atuação de Henrique Meirelles no BC?**

O que funcionou foram instrumentos do Banco Central, absolutamente tradicionais, conhecidos, empregados em momentos de crise, por centenas de bancos centrais, ao longo dos últimos três séculos. Novidade zero.

**O BC, hoje, não tem agido de acordo com essa tradição?**

São duas coisas diferentes. Em um momento de crise aguda, o Banco Central do Brasil – como o americano, o europeu e o inglês – tomou medidas pouco

convencionais. Aqui, nem foram anticonvencionais demais, como nos EUA, na Europa e na Inglaterra. Seis meses depois da crise, já estávamos em um contexto de normalidade. Nesse cenário, entramos no terreno mais da dosagem. A dose da política monetária era tal, que as pessoas lá de fora começaram a perceber que a meta não era 4,5%, mas, sim, não ultrapassar 6,5%.

**Na quebra do banco Lehman Brothers, por exemplo, o BC foi acusado de demorar a reagir...**

Do ponto de vista de juros, sim. Até porque o susto da crise e a queda no preço de commodities neutralizaram o impacto da desvalorização cambial sobre a inflação. Os preços por atacado caíram, houve deflação e a vida ficou mais fácil para o Banco Central, que pôde reduzir juros. Teria sido ótimo se o BC tivesse tido a política fiscal que lhe permitisse manter a queda de juros. Mas aí é uma outra coisa. Quando se olha o comportamento da política monetária no Brasil, existe claramente uma tendência. Houve pelo menos cinco ciclos de subidas e descidas de taxa de juros, nos últimos anos. E se pode enunciar, mais ou menos, que o próximo pico é sempre inferior ao pico anterior. Quando cair, vai cair mais do que na última vez. Acho que a característica mais interessante e singular da política monetária brasileira é esta tendência, não tanto o ciclo. E a pergunta que qualquer economista curioso faz, diante dessa tendência, é: "Até onde vai?".

**Há uma tendência histórica de baixa das taxas de juros?**

A taxa média está caindo. Tanto a real quanto a nominal. A pergunta é o porquê desse fenômeno e até onde ele vai. Os mercados financeiros já perceberam que essa taxa de longo prazo, que vem caindo, faz muito bem a eles, porque é o tipo de taxa utilizada para se fazer, por exemplo, conta de valor de empresa.

Deve-se respeitar a inteligência dos agentes econômicos. Estes foram pressupostos filosóficos essenciais do Plano Real. Tomar em consideração que o brasileiro sabe fazer conta. E que não há povo, e sim pessoas que fazem contas e sabem, muito bem, defender seus interesses e tirar proveito das situações econômicas. Isso compreende ler o que as autoridades descrevem e fazer expectativas sobre o futuro. Quando elas dizem coisas inconsistentes, as coisas que estão no futuro passam a valer menos. Nós vi-

mos isso acontecer com a Petrobras. O governo mandou a empresa gastar mais em investimentos e congelou seus preços. O que aconteceu com as ações da Petrobras? Foram para baixo. As pessoas estão vendo que o discurso oficial não está fazendo muito sentido.

**Houve deterioração dos fundamentos econômicos?**

Sim. Houve uma notável perda de qualidade.

**E o Banco Central, de certa forma, contribuiu para isso?**

Acho que não, porque, no BC, a deterioração foi marginal. Não tenho reparos a fazer na atuação regulatória do Banco Central. Agora, na política monetária, houve uma pressão sobre o BC para que esticasse um pouco o sistema de metas e operasse no limite do que não seria uma violação ao sistema. Claramente, o BC não operou buscando o centro da meta.

**O BC poderia ter sido menos modesto na elevação dos juros?**

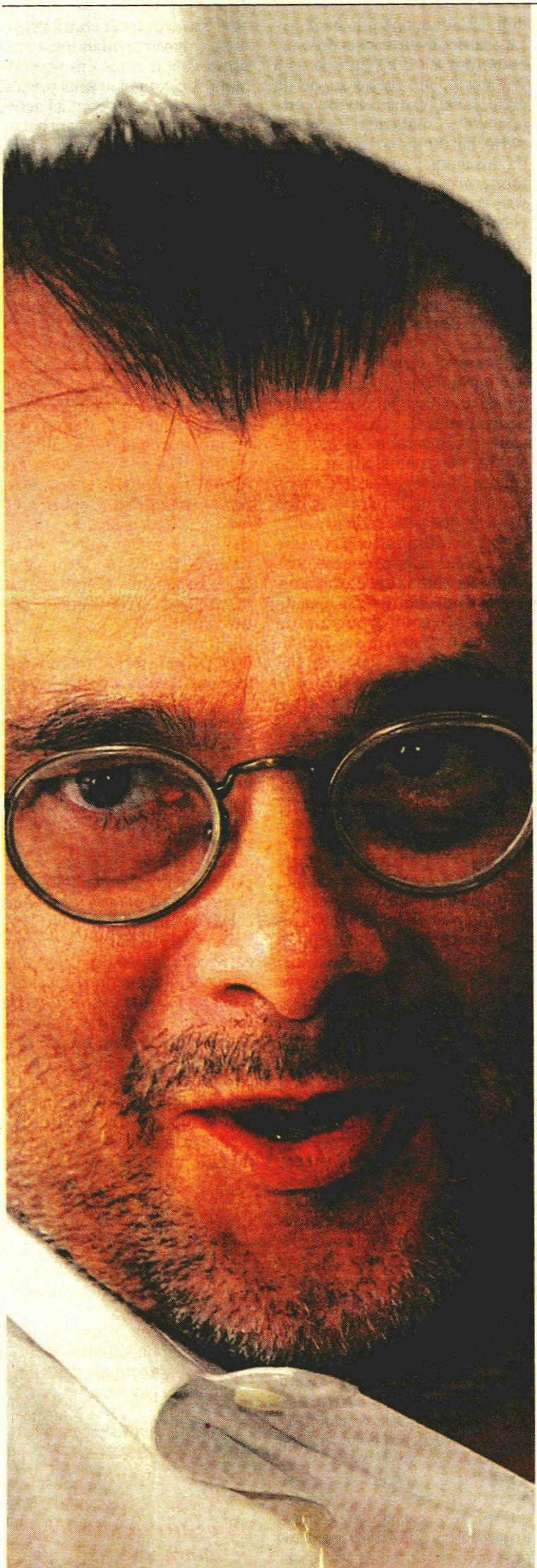
Os espaços de manobra do BC foram reduzidos pela política fiscal. Os últimos dois anos trazem um exemplo muito importante para o país, que ensinou o seguinte: você não vai conseguir fazer uma política de redução de juros com piora da equação fiscal. Isso é impossível, inconsistente. Não dá para fazer as duas coisas ao mesmo tempo. E o governo tentou, porque tem uma convicção ideológica diferente. Na academia, a gente disputa diferenças ideológicas. Só que, na vida prática, a inconsistência simplesmente é um projeto que dã errado. Aqui, o que se verificou, sem nenhuma surpresa, foi que a política fiscal destruiu o desejo do próprio governo de reduzir a taxa de juros. Foi uma ferida autoinfligida.

“

***Eu acho isso (uma nova matriz keynesiana) uma perda de tempo, uma tolice. (...) É o ex-alcoólatra achando que certo tipo de bebida não tem problema***

“

***Deve-se respeitar a inteligência dos agentes econômicos. Não há povo, e sim pessoas que fazem contas, sabem defender seus interesses e tirar proveito das situações econômicas***



# 'HÁ UM PROBLEMA MAL RESOLVIDO DO TESOURO COM BNDES, CAIXA E BB'

**Foi correta decisão do BC de suspender o ciclo de alta?**

Prefiro não opinar sobre essa decisão, que é muito difícil, considerando a política fiscal. Falo isso porque já vivi situações complexas no BC. O Banco Central é como se fosse a infantaria, e a política fiscal é a artilharia. Supostamente, eles devem operar na mesma direção. Mas tem momentos em que parece que a artilharia está atirando na infantaria. É o que acontece agora. Aí, não vamos ganhar a batalha contra a inflação.

**Mas já se observa um impacto forte da taxa de juros no desempenho da economia...**

A economia parou e sabe-se que o remédio funciona. Agora, é uma lástima que o remédio tenha que compensar o fato de o organismo estar recebendo doações de outra medicação, na direção oposta. Aí, tenha paciência, vai ter que tomar mais medicação, juros, para compensar a política fiscal errada, que o governo insiste em ocultar.

**O sr. concorda com a tese de independência do BC?**

Claro. É o sistema que existe em toda parte do mundo, menos aqui. É curioso que, no Brasil, este seja um tema tabu. Estamos várias décadas atrasados em relação ao resto do mundo. Os dirigentes do BC têm que estar isolados da influência do Tesouro. Precisam ser capazes de separar toda a gestão da qualidade da moeda, que interessa à cidadania, de uma forma que não se contamine pelo conflito de interesses de produzir alguma fórmula para ajudar o Tesouro a pagar contas. Não é o BC, fabricando papel pintado, que tem que pagar as contas de um governo irresponsável, que não tem coragem de cobrar impostos para fazer os gastos que quer fazer.

**Há fortes críticas à ação do Banco Central Europeu e muita pressão contra as intervenções da troika (BCE, Comissão Europeia e FMI).**

Você prefere a troika ou a esbórnia que temos hoje? O problema fiscal brasileiro já nos levou a uma hiperinflação. Na democracia madura, a política fiscal é discutida no Congresso Nacional, utilizando gasto, tributação e dívida pública. Cabe ao BC a missão de proteger o poder de compra da moeda. São coisas que as democracias maduras aprenderam a separar. Aqui no Brasil, não. É como se o BC tivesse, escondida, uma missão qualquer de fomento que não confessa existir, na qual ele é ajudado por Caixa, Banco do Brasil, BNDES, que, às vezes, desempenham funções de Banco Central, financiando o Tesouro. É uma sociedade que não decide direito quanto se endivida, e quanto e quando gasta, porque não está no orçamento — que deveria ser o centro nervoso desse enredo nacional de quanto e onde a gente quer gastar. Quem pagou imposto deveria estar sentado nessa assembleia

que decide sobre gastos para deliberar sobre quanto se gasta.

**O BC está cumprindo sua função de guardião da moeda?**

Acho que está. Poderia estar desempenhando melhor, mas nem o Banco Central mais além do planeta vai cumprir bem suas funções se a política fiscal estiver desarrumada. Veja a própria Alemanha. Quando a política fiscal desarrumou, nos anos 20, o país deu ao mundo um grande exemplo de hiperinflação, a pior de todas. O BC está fazendo seu trabalho, em condições adversas. Mas, em vez de criticar o BC, vamos criticar as condições adversas, que são criadas pelo ministro da Fazenda, presidente do Conselho Monetário Nacional. É ele quem diz quanto deve ser a meta de inflação e o sistema. Por que não muda o sistema?

**Seria mais real elevar, de vez, a meta de inflação?**

A impressão que as pessoas têm é que o BC trabalha com um regime de intervalos, em que há uma inflação máxima admissível. Ninguém olha para o centro da meta, de 4,5%; olha-se para o 6,5%. Este é o número, que, nos próximos meses, será provavelmente furado, no acumulado de 12 meses, e vamos todos ficar nervosos, sobretudo nos mercados derivativos futuros de juros. Se a inflação ficar, de fato, mal comportada, vai se consolidar a expectativa de que a taxa de juros terá de subir.

**O mercado já aposta nisso?**

Outro dia, houve um discurso muito interessante de um dos diretores do BC, em que ele comparou os momentos anteriores de pico de subida de juros. Ele chama a atenção que, desta vez, é o momento em que a política fiscal e a defasagem de preços pú-

“

**O BC é como se fosse a infantaria, e a política fiscal é a artilharia. Deveriam operar na mesma direção. Mas a artilharia está atirando na infantaria. Aí, não ganharemos a batalha contra a inflação”**

blicos estão piores e o crédito concedido por bancos públicos está se expandindo com mais velocidade. Seriam três indicadores fiscais ruins. É verdade que, de todos os momentos de pico, quando o BC interrompeu a queda de juros, este, talvez, tenha sido o que suscitou mais dúvidas. Eu diria que, nos outros, a principal dúvida era sobre o *timing* da queda de juros. Agora, como em nenhuma outra ocasião, existe uma dúvida se não vai ter que retomar a subida de juros.

#### **Qual seria a atitude correta a tomar num momento desses?**

Restituir o crédito público, ou restituir a percepção de sustentabilidade financeira e fiscal do governo. É esse o nome do jogo. Isso é feito via demonstração de que você é capaz de atender a uma meta fiscal limpa, sem truques, e a uma ambiciosa, de superávit primário. O segundo ponto, ideal neste momento, é que o governo seja, também, criativo, e capaz de introduzir elementos de natureza institucional que assegurem que o objetivo de sustentabilidade financeira do Estado não seja conjuntural, mas estrutural, definitivo, e que o Estado está empenhado no aperfeiçoamento institucional. Hoje, claramente, a percepção é de que há um problema mal resolvido nas relações entre o Tesouro e os outros bancos federais. A Constituição veda que o BC financie o Tesouro. Mas não há vedação a que BNDES, Caixa e BB tenham, com o Tesouro, relações financeiras muito ricas nas duas direções, que violam o princípio da universalidade, que determina que tudo que é despesa e receita pública precisa estar no orçamento.

#### **O país está voltando ao tempo da conta-movimento do BB?**

Já voltamos. Existe uma espécie de conta-movimento com o BNDES e, às vezes, com outros bancos federais. As operações feitas com esses bancos têm uma natureza muito semelhante à da conta-movimento do BB, e todo mundo sabe que isso não é recomendado. O superávit primário diminuiu em razão dessas operações. A boa notícia é que é fácil desfazer. Agora, também, todos esses exemplos de criatividade contábil dos últimos tempos acabaram dando às pessoas a oportunidade de refletir sobre se está certa a forma de organização e relacionamento entre, por exemplo, o BNDES e o Tesouro. Alguma pessoa desavisada, que sabe fazer conta — e não são poucas — pode pensar assim: como o

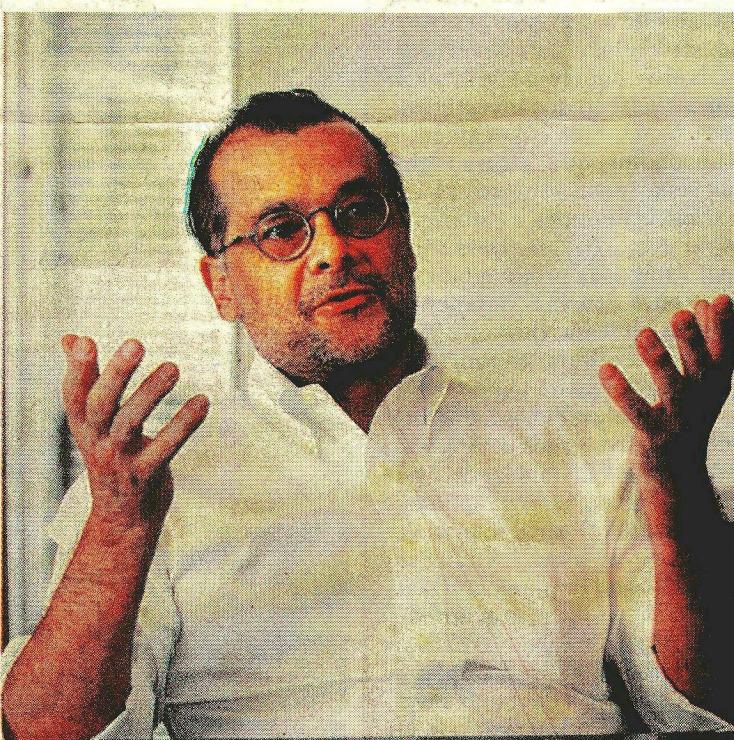
BNDES ganha dinheiro para pagar dividendos para o Tesouro, se ele empresta dinheiro para as empresas com subsídio? Porque as pessoas sabem fazer contas e olham para o governo e sentem que, ali, a dona de casa não está fazendo a conta direito.

#### **É possível fazer ajuste fiscal em ano eleitoral?**

Eu respeito o ciclo político, é uma realidade em qualquer país. Mas o mais importante é fazer a coisa certa. Ainda que viole a sabedoria política, pode ser politicamente muito melhor. Eu participei de um governo que, no momento da eleição, teve que aumentar os juros, fazer um programa com o FMI e arrumar as contas fiscais, reduzir despesas e aumentar imposto. E o presidente (Fernando Henrique) foi reeleito. Às vezes, fazer a coisa certa é melhor do que se render a uma sabedoria meio rala.

#### **O ideal seria fazer o ajuste já?**

Seria corajoso e inovador. E daria uma mensagem importante para o futuro. Seria ótimo, para que não prevalecesse dúvida sobre o que acontecerá à frente. A dúvida, hoje, é: farão um ajuste doloroso no ano que vem? Ou não, dando continuidade a essa política permissiva? Qual é o medo de falar o que há pela frente, a ser modificado? A oposição leva uma imensa vantagem de dizer o que vai mudar, em que direção e como vai acontecer. O governo não diz. Parece ter medo de dizer que vai ter que fazer um ajuste. Aí vem a teoria da presidente sobre a inflação e a taxa de desemprego, como se existisse uma relação linear entre uma coisa e outra. Qualquer estudante de Economia que passou de certo momento de sua carreira sabe que essa relação se desloca



“

**A dúvida, hoje, é: farão um ajuste doloroso no ano que vem? Ou não, dando continuidade a essa política permissiva? Qual é o medo de falar o que há pela frente, a ser modificado?”**

conforme as expectativas. No momento que há certeza de que virá a coisa certa, em política fiscal e sustentabilidade financeira, as expectativas sobre juros do futuro ficam melhores, os juros do presente se ajustam e acaba anulado o efeito recessivo do que parece ser uma maldade.

#### **O resgate de credibilidade pode ter um efeito positivo.**

Claro. Mas também é claro que se você, depois, não entrega o que prometeu, a punição pode ser muito séria. Mas, se você entrega, é a apoteose.

#### **Esses cenários que o sr. projeta para o futuro estão alinhados com as propostas de Aécio Neves para a economia?**

Eu acho que tem muita sintonia entre o que estou dizendo e o que pensa o pessoal em torno do Aécio Neves, que é o candidato do meu partido. Tenho conversado muito pouco com ele, não participo das discussões sobre isso. Mas Aécio tem ideias que são dele, e o que vejo ele dizendo é mais ou menos nessa linha. Eu falo como economista, com meu nome próprio. Não estou na campanha, sou apenas um torcedor. Torço para as coisas darem certo.

#### **Armínio Fraga, também ex-presidente do BC, está por trás do programa econômico de Aécio Neves.**

Está em belíssimas mãos. Vou torcer, apoiar. Tem muita gente jovem para ocupar cargos importantes no governo.

#### **Mas o sr. voltaria ao governo, se ele fosse bem?**

Provavelmente, não. Estou muito feliz onde estou agora. Aguardo que tudo dê certo para eu poder aplaudir.

“

**Alguma pessoa que sabe fazer conta pode pensar assim: como o BNDES ganha dinheiro para pagar dividendos para o Tesouro, se ele empresta dinheiro para as empresas com subsídio?”**