

**André Boudon**  
andre.boudon@brasileconomico.com.br  
**Eliane Velloso**  
eliane.veloso@brasileconomico.com.br  
**Octávio Costa**  
ocosta@brasileconomico.com.br

**Podemos começar com um pergunta óbvia: a sr<sup>a</sup> acredita que há ou não uma crise na economia brasileira hoje? Há uma certa divergência... o governo diz que não há, que é um exagero, pessimismo. Como a sr<sup>a</sup> vê?**

Primeiro, deixa eu definir o meu entendimento do que é uma crise. Porque as pessoas usam essa palavra "crise" de uma forma muito solta e às vezes confunde mais do que ajuda. Para mim, crise, pelo menos no sentido clássico, é aquela situação, que a gente já teve no país tantas vezes no passado, em que começa a sair capital do Brasil e o câmbio começa a desvalorizar, a inflação começa a subir, você tem problema na balança de pagamento, você tem problemas nas contas públicas, e você tem tudo isso de uma forma muito aguda. Isso, para mim, é o que define uma crise. Então se você me perguntar se o Brasil está em crise, eu vou responder a você o seguinte: não. No sentido clássico de crise, o Brasil não está.

**E podemos caminhar para isso? O Brasil pode vir a ter uma crise?**

Dependendo de como as coisas andarem daqui para frente, pode. E se nada for feito, se as políticas econômicas continuarem a ser geridas da péssima maneira como vêm sendo até aqui, se nada se fizer para consertar o fiscal, se nada se fizer para consertar o setor elétrico, se nada se fizer para consertar uma porção de bobagens que foram feitas no Brasil nos últimos anos, eu acho que a gente caminha, de certa maneira, para uma crise. Porque a gente não vai, por exemplo, conseguir escapar de um downgrade de uma das nossas agências internacionais de risco. Certamente a Standard & Poors vai nos dar um downgrade se a gente não fizer uma arrumação de casa relativamente rápida, e aí significa até o final do ano que vem. Então, eu acho que o Brasil está no caminho de ter uma crise, mas, hoje, não tem uma crise. O que o Brasil tem hoje é uma conjuntura de crescimento muito baixo, que está flertando com a estagnação. Algumas pessoas vão até além e dizem que a gente possivelmente já está flertando com um cenário recessivo. Acho que

# ‘O SISTEMA DE METAS FOI COMPLETAMENTE BAGUNÇADO’

**Doutora em Economia pela London School of Economics com tese sobre crises financeiras, Monica de Bolle afirma que ainda não há crise na economia brasileira. “Se você me perguntar se o Brasil está em crise, eu vou responder: não. No sentido clássico de crise, o Brasil não está”. Mas a professora da PUC-Rio não duvida de que o país pode chegar lá, se o próximo governo, seja qual for o eleito, não tomar medidas para restaurar a credibilidade da equipe econômica e, principalmente, a autonomia do Banco Central. “Acho que, de cara, a nova equipe econômica tem que reconstruir o Banco Central. Basta remontar o sistema de metas da inflação como funcionava antes de ser completamente bagunçado”. Como primeiro passo, segundo ela, os responsáveis pela política econômica, assim que assumirem em janeiro, devem admitir que a inflação está fora de controle, mas que serão tomadas providências para trazê-la para o centro da meta, de 4,5%. As medidas, afirma, serão dolorosas, pois terão que incluir o reajuste dos preços administrados represados — que em vez de tarifaço, Monica prefere chamar de saneamento — e isso fará a inflação subir ainda mais no ano que vem. “Não existe mágica. Tem coisas que você vai ter que fazer que vão ser relativamente impopulares. Essa fredda de arrumação é inevitável”, prevê.**

a economia brasileira está tão difícil de enxergar de fato, que a gente não consegue dizer muito bem em qual desses dois estados estamos. Se é mais de estagnação, ou se é mais um estado de contração da atividade. Sendo um, sendo outro, nenhum dos dois é bom.

**Mas o governo insiste que a situação não é bem essa, que é**

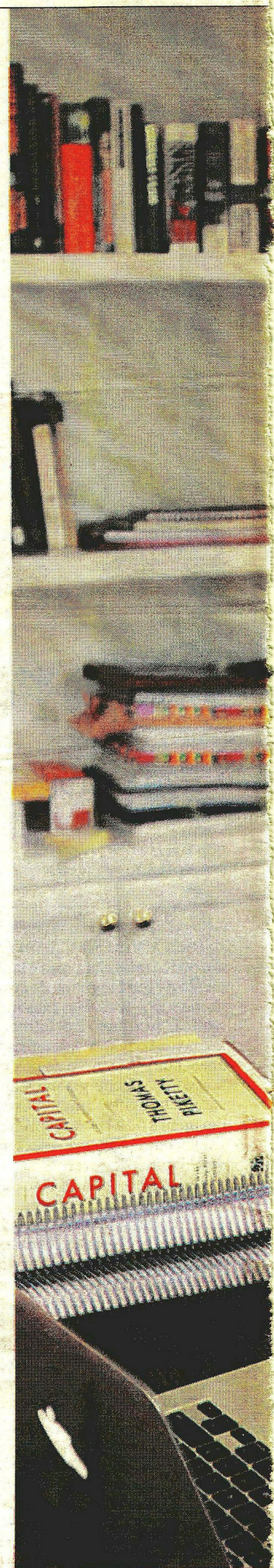
**uma coisa conjuntural, muito em função da crise internacional, da crise na Europa, e que na verdade haveria um pessimismo exacerbado.**

O problema é que essa é a situação que a gente vem tendo nos últimos quatro anos. Quando a gente tem um problema que só vem se agravando há quatro anos, pra mim isso não é um problema conjuntural, isso é um problema estrutural. Nenhum problema conjuntural dura quatro anos. Essa história de que é a conjuntura, é desculpa. É uma forma de você tentar se eximir um pouco dos erros cometidos, até porque esse é o papel do governo neste momento, em que está tentando se reeleger. Então, tem muito desse discurso, que está influenciado por isso, evidentemente. Tem uma outra parte desse discurso que eu acho que é pura dificuldade de reconhecer que o governo cometeu erros na condução da política econômica brasileira. Se não tivesse cometido, a inflação não estaria em 6,5%.

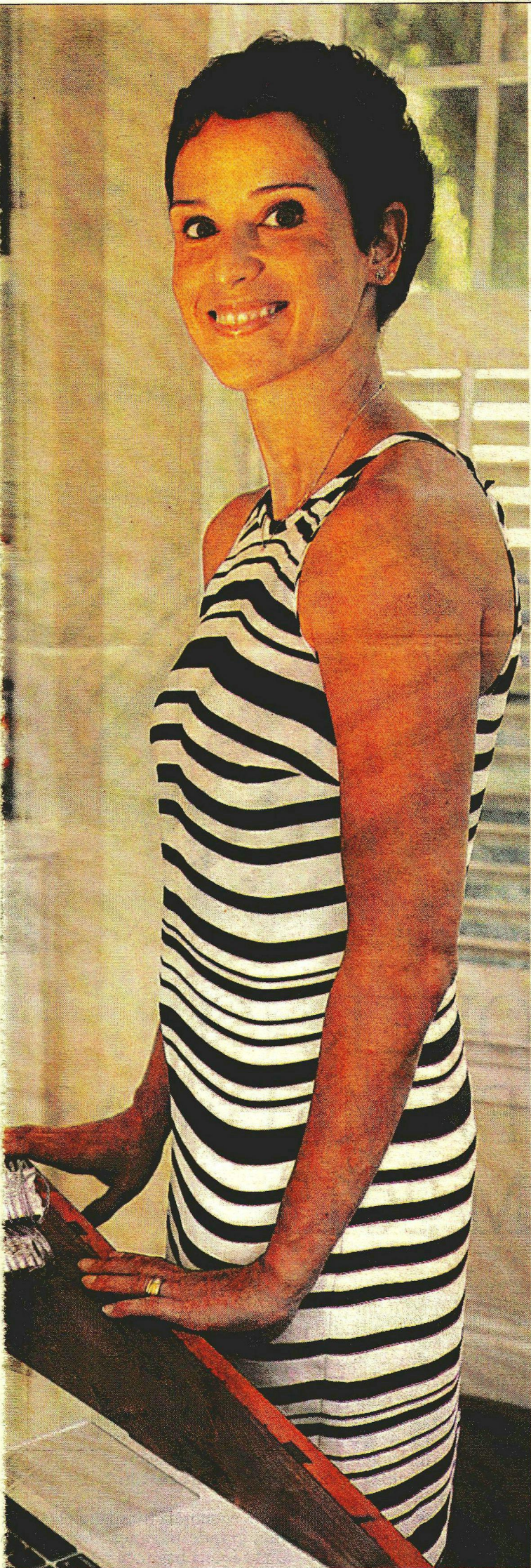
**E quais foram os principais erros cometidos, na sua opinião?**

A gente começou mal em 2011, quando o quadro internacional deixou de ser favorável. Até então, tivemos o superciclo das commodities e em seguida teve todos os pacotes de políticas fiscais e de estímulos monetários que todos os países lá fora fizeram, que nos ajudou muito a sair da crise. Só que esse quadro internacional mudou porque os países afetados pela crise começaram a ir para o caminho da austeridade. Eu acho que o que aconteceu foi que o governo, de um modo geral, não foi capaz de enxergar de que maneira o Brasil poderia fazer para andar com as próprias pernas. Não foi um erro, foram vários erros. Se você começa sem conseguir enxergar o quadro que está se passando, se você vê a fotografia só pela metade, você tende a fazer medidas que vão tirando outras coisas do lugar. Isso aconteceu com as medidas macroprudenciais. Então, esse tipo de uso meio

**“Se nada se fizer para consertar uma porção de bobagens que foram feitas no Brasil nos últimos anos, eu acho que a gente caminha de certa maneira para uma crise”**







“

**Acho um contrassenso absoluto (estimular o crédito). Para automóvel então, nem se fala. Com com essa mobilidade urbana horrorosa que tem em todo o país, não faz o menor sentido”**

oportunista de medidas não convencionais sem um discurso coerente foi bagunçando a política monetária, por exemplo. Concomitantemente, a gente começou a bagunçar a política fiscal porque, como o governo ia fazendo determinadas coisas e os resultados não surgiam, começou a entrar num certo *modus operandi* de pânico, apertando um monte de botão ao mesmo tempo para ver o que ia funcionar. Aí vieram os planos todos, veio o plano Brasil Maior, vieram as desonerações, veio mais plano Brasil Maior, e no meio de tudo isso o crédito do BNDES. Enfim, uma medida em cima da outra, sem ter a real noção do que essas medidas pretendiam e o que elas realmente conseguiriam alcançar.

**E a indústria não respondeu a essas medidas?**

A indústria não respondeu em nada, porque as medidas foram mal articuladas, foram mal pensadas. O cara que vai receber uma medida de desoneração temporária fica na dúvida se realmente vale a pena, ou não.

**Houve também uma tentativa de reanimar o consumo, com aquela questão de IPI novamente. Há quem diga que eles não teriam percebido que esse mecanismo de consumo já não daria a reação esperada.**

Em 2011, quando você ainda tinha algum folegozinho pra estimular o consumo, eu achei prematuro o discurso de que o consumo se esgotou, e não mudei de opinião em relação a isso. Onde eu acho que o governo errou foi achar que aquilo poderia se perpetuar para todo o sempre. Que aquele tipo de estímulo ao consumo estaria sempre disponível. E voltar a pensar nisso, a

cogitar isso, a fazer isso agora. Não tem sentido nenhum fazer isso agora. Porque agora, depois da farrá do crédito de 2010 e da farrinha de 2011, você agora tem uma situação em que as famílias brasileiras passaram por um ciclo de endividamento e de alavancagem e não estão mais a fim de se endividar. Até porque as perspectivas macroeconômicas e das famílias, de segurança em relação ao emprego e em relação ao salário, essas perspectivas mudaram.

**Então esse pacote de crédito recente com redução de compulsório e incentivo para os bancos emprestarem novamente para automóvel, para casa própria, funciona?**

Acho um contrassenso absoluto. Para automóvel, então, nem se fala. Com as cidades abarrotadas do jeito que elas estão, com essa mobilidade urbana horrorosa que tem em todo o país, realmente dar estímulo para compra de automóvel, tendo feito isso em 500 mil ocasiões passadas nos últimos quatro anos, é algo que não faz o menor sentido. Além disso, depois que já desfrutaram desse tipo de medida antes, não vão comprar mais um carro agora. Quem comprou um carro há dois anos não vai comprar outro agora. Esse tipo de medida tem um esgotamento natural. Você não consegue ficar repetindo estímulo para compra de automóvel e não pode esperar que os mesmos resultados se deem. Então, essa, em particular, eu acho péssima. Não vai ter efeito nenhum. Fora isso, o crédito, a questão da redução dos compulsórios, tem dois efeitos: um neutro e outro nefasto.

**Por que?**

O efeito neutro é porque reduzir o compulsório a essa altura do campeonato, em que a demanda por crédito está baixa porque as pessoas estão com medo do que vem pela frente, não adianta nada. Você vai reduzir o compulsório, você vai tentar com isso reduzir o custo do crédito, mas se ninguém quiser tomar crédito, o efeito é nulo. Você está na mesma situação em que estava antes. A redução dos compulsórios não vai alcançar nada, ela é puramente eleitoreira, é puramente uma forma de o governo acenar uma bandeira para tentar dizer que está fazendo alguma coisa. E o lado nefasto é que você, mais uma vez, dá uma paulada na credibilidade do Banco Central, porque força os dirigentes da instituição a vir a pú-

blico e dizer absurdos do tipo “a redução de compulsório não interfere no que a gente está fazendo em relação ao combate da inflação”. É claro que interfere! É óbvio que interfere! Você reduz compulsório e está aumentando a liquidez da economia. Você está tentando do outro lado reduzir a liquidez da economia mantendo os juros em 11%, que é um valor não desprezível, então evidentemente você está tirando de um lado e colocando de outro.

**Seria mais razoável reduzir a taxa de juros?**

Nesse caso, sim. Já que o objetivo é dar um estímulo, então que sejamos transparentes e façamos o estímulo. Essa coisa de deixar a Selic em 11% e reduzir compulsório, ela ainda por cima tem esse componente de ser uma tentativa sem transparência nenhuma. Você não consegue estimular a economia sem transparência. As pessoas ficam desconfiadas. E eu acho que é isso que o governo conseguiu com esses anúncios.

**Em recente artigo, a sr<sup>a</sup> estranhou o pronunciamento do presidente do Banco Central, Alexandre Tombini, no Senado. Por que?**

Você tem um governo que hoje trabalha em última análise com um cenário de realidade paralela. Não é a realidade quando a gente vê o dia a dia da economia brasileira. É outra realidade. E aí você começa a ter as historinhas que vão sendo contadas pelas diversas autoridades. É uma pena que isso tenha chegado ao Banco Central, que sempre foi uma instituição que tentou pelo menos manter um discurso estritamente técnico. Quando você começa a virar uma coisa desse tipo, o discurso deixa de ser técnico e passa a ser político.

“

**A redução dos compulsórios não vai alcançar nada, é puramente eleitoreira. E você dá uma paulada na credibilidade do BC, quando seus dirigentes dizem que não interfere”**



**No curto prazo, temos eleições agora e, provavelmente, uma nova equipe econômica em janeiro, qualquer que seja o eleito. Que medidas seriam necessárias para serem tomadas?**

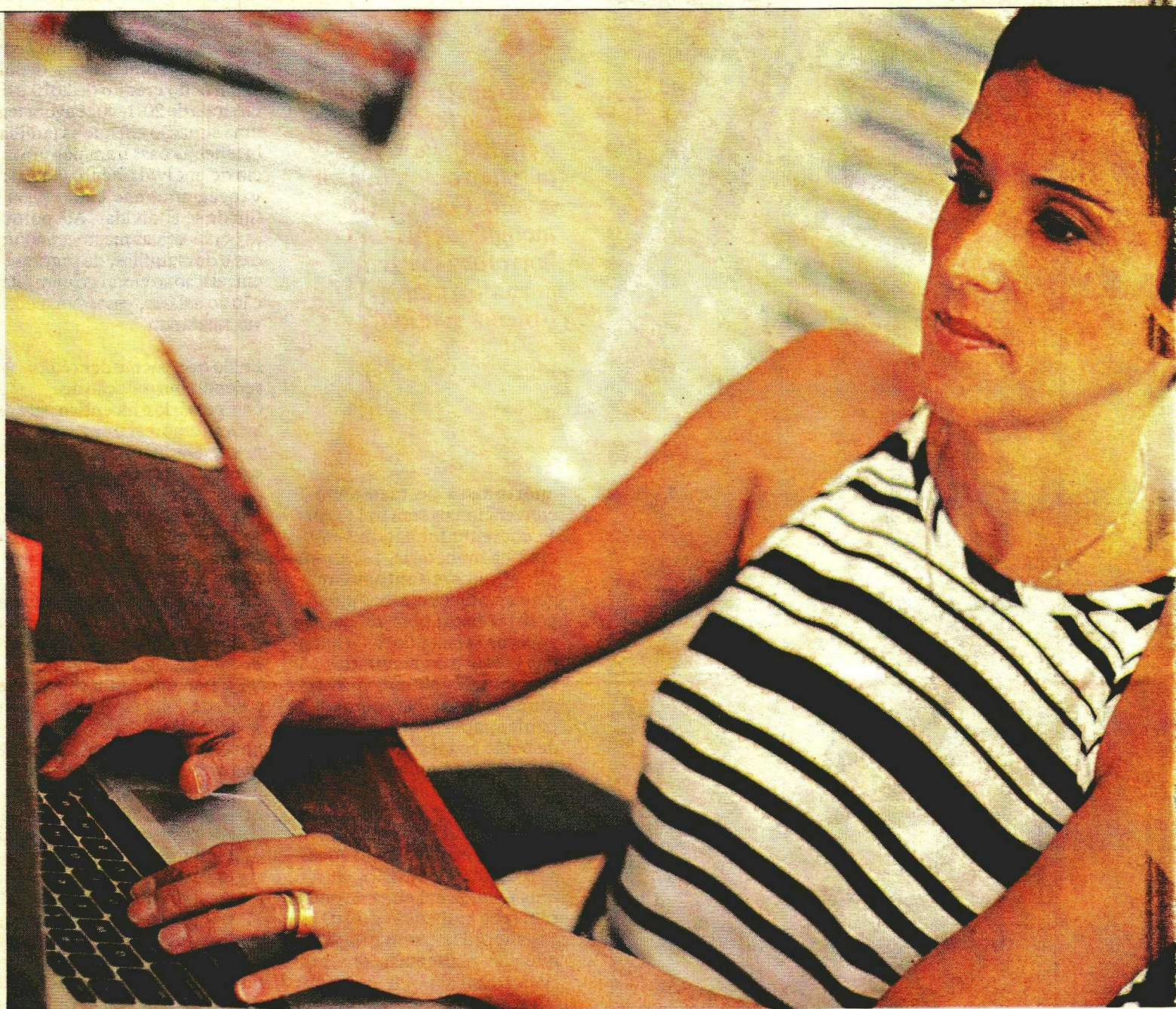
Eu acho que, de cara, a nova equipe econômica tem que reconstruir o Banco Central. E isso não é difícil. Basta você remontar o sistema de metas de inflação conforme funcionava antes de ele ser completamente bagunçado. Então, é dizer que a meta é 4,5%, mas que talvez a inflação fique ainda por um tempo longe da meta. Porque, afinal de contas, a economia brasileira está muito desajustada, mas que o objetivo será, sim, voltar aos 4,5%, que a inflação não está sob controle. É ser transparente. Um banco central que chegue lá e diga assim: "Olha, hoje a inflação não está sob controle, nós vamos ter que fazer uma série de medidas, algumas do lado monetário, muitas do lado fiscal". Isso daí ele vai ter que falar em conjunto, evidentemente, com o ministro da Fazenda, mas eu imagino que uma nova equipe econômica, seja ela qual for, vai estar um pouco mais bem concatenada do que essa que está aí. Eu estou, evidentemente, aqui pressupondo que esse governo não será reeleito, mas eu posso estar completamente enganada.

**Mas mesmo que o atual governo seja reeleito, a equipe econômica pode ser outra, não?**

Eu espero que sim. O problema é você ter simulacros. Você pode colocar pessoas que sejam só avatares de outras. O que eu espero que não aconteça.

**A sr<sup>a</sup> é a favor da autonomia do Banco Central?**

Sou. Autonomia não é independência, necessariamente. Eu até sou a favor da independência do BC, sim, mas, antes disso, a gente precisa reconstruir o regime de metas de inflação no Brasil. A independência é importante, funciona em várias partes do mundo. Aqui nos Estados Unidos (*Monica de Bolle está morando em Washington*) não existe independência estrita do BC, ele responde ao Congresso, então não existe independência plena, mas existe autonomia. O que aconteceu no Brasil foi que durante um tempo o Ministério da Fazenda era o responsável pela política fiscal e outras políticas, já o BC era responsável pela política monetária e tinha autonomia para isso. Tínhamos um BC diferente do que temos hoje. Nas atas, o BC discutia abertamente



## ‘QUALQUER GOVERNO TERÁ QUE FAZER MEDIDAS DOLOROSAS EM 2015’

“

**A nova equipe econômica tem que reconstruir o BC. E isso não é difícil. Basta remontar o sistema de metas de inflação conforme ele funcionava antes de ser bagunçado”**

o que estava sendo feito na política fiscal, até de uma forma bastante crítica. Então havia esse tipo de autonomia. Hoje, essa autonomia deixou de existir. Não tem autonomia no BC, ele não age de forma autônoma.

**Mas nas atas atuais do BC, eles fazem referência à questão fiscal, dizendo que deveria contribuir além da política monetária. A sr<sup>a</sup> acha que ele deveria ir além nessa observação?**

Eles fazem essa observação só para não deixar de pontuar alguma coisa sobre a política fiscal, antes não era assim. O BC era bem mais explícito ao dizer que a política fiscal estava muito expansionista, que isso não ajuda a política monetária. As atas antigas eram muito mais explícitas sobre o quanto a política fiscal ajudava a política monetária. Agora as atas se reduziram a isso, se reduziu a uma frase, a uma menção suave sobre a política fiscal, e nada mais do que is-

so. Pelo discurso dos próprios dirigentes do BC, todos eles — do Tombini aos diretores — estão perfeitamente alinhados ao discurso do Ministério da Fazenda.

**Por tudo que falou, podemos concluir que, para a sr<sup>a</sup>, há uma grande bagunça na economia brasileira?**

Mas a economia brasileira está uma grande bagunça. Agora, ainda é uma bagunça relativamente contornável. Do lado,





colocar a economia brasileira numa rota que, dali por diante, você tenha uma perspectiva boa. Por exemplo, ajustes de preços administrados, esse medo do tarifaço que o governo Dilma colocou na cabeça de todo mundo. A verdade é a seguinte: tarifaço, qualquer governo vai ter que fazer. Qualquer. Não vamos nem chamar de tarifaço, vamos falar de saneamento dos preços, porque você vai ter que reajustar esses preços que estão desalinados. Essa é a verdade. Porque, senão, o setor elétrico não sobrevive; se não ajustar, a Petrobras quebra de vez. Senão, você começa a gerar um tipo de perturbação na economia brasileira que conduz a uma crise lá na frente. Crise no sentido que a gente começou essa conversa. Então, é muita hipocrisia essa história de ameaçar, de apontar o dedo para os outros e dizer que os outros é que vão fazer um tarifaço. A verdade é que qualquer governo vai ter que realinhar preço. Qualquer um que entre vai ter que fazer isso. Portanto, no ano que vem a inflação vai subir.

**Então essa freada de arrumação é inevitável?**

Essa freada é inevitável. O que leva você a ter mais ou menos otimismo depois é o tipo de discurso que vem junto com essas medidas. Qualquer equipe que venha com um discurso mais realista sobre a situação da economia brasileira vai conseguir ter por parte da população uma aceitação muito maior para as medidas dolorosas inevitáveis.

**Mas por enquanto o país mantém uma taxa de emprego bastante razoável em relação a outras economias. A sr<sup>a</sup> acha que essa taxa de desemprego começa a ser ameaçada?**

Eu acho que essa taxa de desemprego está muito baixa, em parte por razões boas, em parte por razões ruins. As razões boas têm a ver com pessoas cuja renda subiu, que puderam, em vez de ter que sair logo para o mercado de trabalho, podem passar um pouco mais tempo estudando e se qualificando. Tem o lado ruim que vem junto com todas essas medidas que o governo fez para beneficiar a população em geral. Eu não estou falando do Bolsa Família não, porque o Bolsa Família é um programa muito bom, mas o governo começou a dar "bolsa tudo". Tem bolsa para tudo hoje em dia. Isso aí gera um certo desestímulo para as pessoas procurarem emprego, em algumas circunstâncias. Principalmente os jovens. Tanto que

“

**Não existe mágica. Tem coisas que terão que ser feitas que vão ser relativamente impopulares. Pode ser que o crescimento caia um pouco mais em 2015, para colocar a economia no lugar”**

**possível ter um comércio muito ativo no Brasil sem ter uma indústria muita ativa?**

Eu acho que sim. Essa tem sido uma tendência em muitas partes do mundo. Mas a minha resposta “sim” não baliza ou respalda os 11%. Eu acho que o tamanho da indústria brasileira caiu muito também em função da má gestão econômica e de outros problemas, das nossas eternas mazelas de infraestrutura ruim, de carga tributária alta, de uma lista infinitável que a gente já conhece. É óbvio que a gente não vai voltar a ter, acho absolutamente irrealista pensar que a gente pode voltar a ter uma indústria com participação no PIB igual a que tínhamos há 25, 30 anos. Isso a gente não verá mais no Brasil, acho eu. A não ser que a gente tenha aí uma revolução em algum setor da economia, alguma coisa que a gente não consiga enxergar hoje, alguma coisa nova que surja no Brasil. Tirando isso, acho muito difícil, se não impossível, que a gente retome níveis vistos no passado, acho que isso não acontece. Agora, aumentar um pouquinho de onde a gente está, sair de 11% do PIB, digamos, para 15%, isso é viável. Você tem um pequeno crescimento da indústria, ela passa a ocupar um espaço um pouquinho maior, não volta ser o que era antes. E isso daí está perfeitamente compatível com outra estrutura de produção do país, com mais comércio, mais serviços, enfim, um pouco mais agricultura e agronegócios. Enfim, as economias se arrumam do jeito que elas têm que se arrumar. Há diversos países no mundo que sobrevivem exclusivamente de um setor. A Austrália é um país que vive exclusivamente do setor de commodities. Não tem bom ou ruim nisso. As pessoas tendem a achar que se não tiver indústria, tudo vai desandar. O Brasil precisa ter uma indústria, porque a gente é um país grande, é um país diversificado, um país heterogêneo, um país que tem capacidade. Mas talvez não seja razoável que seja 25% a 30% do PIB, talvez o razoável para nós hoje seja 15%.

**Com a morte do então candidato presidencial do PSB, Eduardo Campos, como a sr<sup>a</sup> vê a possibilidade real de Marina Silva vir a ser a presidente do Brasil?**

Pelo que eu sei dela em termos de assessoria macroeconômica, acho que uma eventual equipe econômica da Marina tem um DNA muito semelhante ao da equipe econômica do candidato do PSDB, Aécio Neves. Como eu

já disse, é uma equipe econômica com o mesmo respaldo para fazer as reformas que tem que ser feitas, dando confiança e tudo mais para as pessoas, para os consumidores, as famílias, os empresários, enfim, fazendo aquilo que realmente precisa ser feito. Então, desse ponto de vista, não há mudança nenhuma, não há diferença alguma entre um e outro. Acho que a Marina dá uma certa esperança de mudança desse governo que está aí, maior do que a candidatura do Campos dava. Porque o Campos tentou se firmar como um cara que seria da terceira via e não conseguiu. A Marina já tem essa cara desde 2010. Ela não tem que se firmar nisso. Ela já conseguiu ocupar esse espaço. Então, em princípio, eu acho que qualquer mudança que venha, qualquer mudança, vai ser boa para o país, porque qualquer país precisa de alternância de poder. E como eu vejo, na área econômica pelo menos, a Marina, com uma equipe que tem um tipo de pensamento e uma visão da situação que é muito parecida com a visão de situação que a equipe do PSDB tem, eu acho que ela tem tudo para fazer um bom governo. E acho muito positivo que ela tenha dito que não pretende se reeleger, que pretende fazer um governo de quatro anos e depois entregar adiante. Eu acho isso muito bom, porque o Brasil está precisando de um governo de transição. E a Marina eu vejo como uma candidata que pode vir a fazer esse governo de transição muito bem.

“

**Não é verdade que, se você fizer ajustes, necessariamente você vai perder emprego na economia brasileira. Esse é um novo aspecto que tem que ser desmistificado”**

por exemplo, da política monetária, não é difícil se resolver não, basta você colocar um Banco Central com autonomia e que possa dizer as coisas de forma transparente para as pessoas.

**Essa seria uma medida chave?**

Ah, essa é fundamental. Essa é o *back to reality* — vamos voltar à realidade. A realidade é que a economia está bagunçada mesmo, a inflação está alta e a gente vai ter que começar a arrumar a casa e uma parte dessa arrumação de casa é dolorosa, não tem jeito, é dolorosa. Não existe mágica. Tem coisas que terão que ser feitas que serão relativamente impopulares. Pode ser que o crescimento caia um pouco mais em 2015, para depois colocar a economia no lugar.

**E a inflação, pode subir?**

Sim. Pode ser que a inflação suba também no ano que vem. E tudo isso pode ser necessário para

essa situação aí no Brasil dos que não estudam, que não trabalham, que nada fazem, é uma situação muito trágica. Eu acho que se você tiver um ajuste que venha junto com um discurso coerente em relação à economia, coerente e realista, e que dê às empresas, aos empresários, às pessoas que contratam, efetivamente, uma perspectiva de melhora à frente, não é necessário, não é óbvio que a taxa de desemprego no Brasil vá subir. Esse é o outro discurso do medo que o governo introduz que tem que ser desmistificado. Não é verdade que, se fizer ajustes, necessariamente a economia brasileira vai perder empregos. Esse é um novo aspecto que tem que ser desmistificado. Arrumar a economia não é sinônimo de desemprego em alta.

**E a sr<sup>a</sup> acha que a nossa indústria pode retomar a taxa de investimentos? É normal que a indústria tenha reduzido sua participação para 11% do PIB? É**