

**Eliane Velloso**

eliane.velloso@brasileconomico.com.br

**Octávio Costa**

ocosta@brasileconomico.com.br

**A sr<sup>a</sup> acredita que o Brasil tem condições de retomar o crescimento?**

Hoje temos um quadro de estagnação e acho que há uma boa chance de o crescimento ser negativo em 2015. Infelizmente, isso está no radar. Eu temo que a gente não tenha batido ainda no fundo do poço. Então, na verdade a primeira discussão é não só o crescimento em si, mas sair desse estágio atual que a gente está, interromper essa tendência de queda que eu acho que tende a vir. Essa é a primeira coisa. Depois, voltando o crescimento, obviamente discutir o quanto a gente pode crescer. São duas coisas diferentes. Sim, eu acho que a gente tem condição de caminhar para o campo positivo. No curto prazo o cenário é muito desafiador. Me preocupa o quadro de investimentos do ano que vem. Me preocupam bastante as repercussões dessa crise da Petrobras, que tem peso importante nos investimentos, nas construtoras. Mas isso não diz respeito ao potencial de crescimento do país. No médio prazo, superada essa turbulência, existe espaço para o país ter arrancadas de crescimento, voltar a crescer em linha com o mundo? O mundo está crescendo em média 3,5%. Tenho uma visão um pouco conservadora. Acho que vai ser ainda difícil, nos próximos anos, termos, de forma sustentada, crescimento nesse nível. Meu temor é que o país ainda vá ficar um tempo com um crescimento abaixo do ritmo mundial. Sai dessa estagnação agora, supera o eventual risco no ano que vem, mas não consigo ver o país voltando a crescer em linha com o mundo tão cedo.

**Por que?**

Possivelmente nosso potencial de crescimento de longo prazo está baixo. A taxa de investimento no Brasil está muito baixa e os ganhos de produtividade, que são os condicionantes para esse crescimento de longo prazo, estão baixos também. Talvez esse potencial esteja em torno de 2%.

**O problema mais grave seria a taxa de investimento?**

Sim, mas também a variável do ganho de produtividade. Porque quando se tem uma economia com melhora no ambiente de negócios, reformas estrutu-

# ‘EU NÃO SEI QUAL É A CONVICÇÃO DO GOVERNO’

**A economista Zeina Latif está entusiasmada com a nova equipe econômica.** “Mostra o pragmatismo do governo de entender que precisa fazer o ajuste”. Mas a doutora em Economia pela Universidade de São Paulo (USP) e hoje economista-chefe da XP Investimentos, que já foi cotada para dirigir o Banco Central, não esconde sua preocupação com o enorme desafio do futuro ministro da Fazenda, Joaquim Levy, para retomar o crescimento do país. “O desafio do Brasil é enorme. Existe o risco de uma década perdida. Não de estagnação, mas de baixo crescimento”. Para ela, a questão chave é corrigir distorções que impedem o aumento da taxa de investimento — como o baixo ganho de produtividade. Zeina Latif prevê que o remédio para curar o doente vai trazer um desconforto, que é necessário para curá-lo. Por isso, sentencia, o ministro Levy precisará ter todo o apoio da presidenta Dilma Rousseff. “A retórica é de ajuste, mas é preciso ver a profundidade”, adverte.

rais que reduzam o risco, diminuam o tal custo país, isso ajuda na decisão de investimento. Quando a gente tem uma economia com ganhos elevados de produtividade, essa variável que é um grande balaio onde cabe tudo — educação formal da mão-de-obra, treinamento, estradas de boa qualidade — isso naturalmente também atrai investimento. As duas coisas estão juntas. Eu diria que esse baixo nível de investimento caminha junto com essa taxa, de baixos ganhos de produtividade. Alguns economistas afirmam que hoje temos contração desses ganhos de produtividade. Esse é um quadro que preocupa, porque a reversão é mais difícil. Nesse sentido, a taxa de câmbio para cima, mesmo sendo um fator recessivo no curto prazo, vai poder ajudar a indústria.

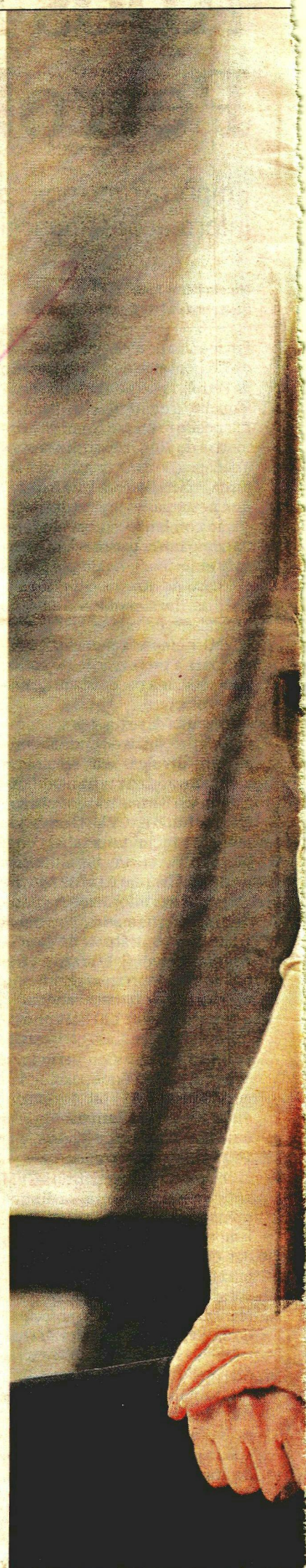
**A sr<sup>a</sup> está otimista com a equipe econômica? Significa uma mudança importante ou só troca de nome?**

É uma mudança muito importante. É claro que nós sabemos que o tamanho do desafio da equipe é enorme. A gente está com uma economia que não cres-

ce e no fim do dia o que importa é o crescimento. Se tivéssemos o desequilíbrio fiscal, os mesmos números de contas públicas, de transações correntes, ou mesmo de inflação, mas uma economia crescendo bastante, seria outro retrato. O fato de a gente ter tudo isso, num quadro de fraqueza da atividade econômica, obviamente é preocupante. E tem coisa que realmente está fora da alçada do ministro da Fazenda. Mas foi simbolicamente uma indicação muito importante. Mostra o pragmatismo do governo de entender que precisa fazer o ajuste. Os números que o Joaquim Levy anunciou são números bons, de um compromisso com disciplina fiscal. É claro que não vamos ter um superávit primário de 3% como no passado. Tem que ser realista. Não adiantaria colocar uma meta que não fosse crível. O Levy fez acertos em sequência que já dão uma mostra do que eu acho que um ministro pode, como bom *policy-maker*, trazer de surpresas positivas. Essa compreensão de que não é só uma questão de anunciar 2015, mas também um horizonte. Mudar o foco, de dívida líquida, para dívida bruta, é uma mudança importante, porque tem implicações sobre os ban-

“

**Foi simbolicamente uma indicação muito importante (Joaquim Levy para a Fazenda). Mostra o pragmatismo do governo de entender que precisa fazer o ajuste”**







cos públicos — disciplinar essas transferências, que vêm estimulando a concessão de crédito. As hipóteses mais realistas também são. Ainda não se tem o número do contingenciamento, que só deverá ser conhecido quando tiver o orçamento aprovado — que eu acho que só deve acontecer em fevereiro, já com a nova casa — mas se você está fazendo o orçamento com base em projeções mais conservadoras, porque está usando hipótese do mercado, isso diminui o risco de o contingenciamento não ser efetivo. Esse era o risco que a gente tinha, que era projetar um crescimento muito alto, inflar as receitas e as despesas, e aí, quando anunciava o contingenciamento, se falava que estava cortando vento, porque na verdade não era um corte efetivo. Então, essas três mudanças, anunciadas pelo Joaquim Levy, foram importantes.

**Não há risco de haver um conflito entre uma ala mais desenvolvimentista que permanece dentro do governo, com o BNDES retornando ao Planejamento, ou a senhora acha que Nelson Barbosa e Joaquim Levy estão afinados?**

Eu acho que estão afinados. Inclusive o Nelson Barbosa tem um discurso de responsabilidade fiscal. E ele conhece os números, ele estava lá no governo antes. É um diálogo fácil. Eu não vejo riscos de desentendimentos ali. Claro, tem questões técnicas, mas isso aí é massa crítica. Isso aí é a boa divergência. A divergência que leva a encontrar boas soluções. Os dois são muitos capazes. Eu acho que existe uma compreensão profunda da necessidade de ajuste, dos dois lados.

**E quais são os limites de atuação do novo ministro da Fazenda que podem dificultar o ajuste?**

São de várias naturezas. Desde o resultado de curto prazo que a gente tem de crescimento. O ministro pode ter a influência de, ao fazer o ajuste fiscal, abrir espaço para o Brasil voltar a crescer? Porque o ajuste fiscal é condição para o país voltar a crescer. É claro que, num primeiro momento, pode gerar um desconforto. Mas é um tratamento. O paciente está doente, precisa tomar o remédio. Num primeiro momento o remédio traz um mal estar? Claro, mas é a condição para salvar o paciente. O ajuste fiscal é que vai abrir a janela para a gente poder crescer. No curto prazo, para esse quadro de crescimento econômico, não

“

**O presidente tem que estar convencido da importância de um programa, para dar força ao seu ministro para implantar esse programa, para ter legitimidade”**

tem muito o que o ministro possa fazer. Digamos que a gente tenha repercussão dessa crise da Petrobras, que possa afetar o investimento no país, atrasar o cronograma de construções. O ministro não tem controle sobre isso. O problema do crescimento baixo é que torna o ajuste fiscal mais desafiador, porque compromete a arrecadação. Hoje, a gente tem um quadro de inadimplência jurídica do crédito bancário de recursos livres que aumentou. Talvez tenha parado de subir, o último dado foi um pouco melhor, talvez tenha batido no teto, mas o fato é que não é um nível baixo. Geralmente, com o aumento da inadimplência da pessoa jurídica, por trás você já tem empresas devendo para fornecedores, para o fisco. Ou seja, num quadro de dificuldade financeira das empresas, de baixo crescimento, ou eventual crescimento negativo, a arrecadação sofre. Isso está fora do controle do ministro. Tem questões de ordem objetiva, como agendas que dependem de um plano de governo. Por exemplo, qual vai ser a disposição do governo de rever algumas dessas políticas assistenciais que tem se falado, como abono, pensão por morte? A retórica tem sido no sentido de fazer ajustes, mas é preciso ver a profundidade. São coisas que estão fora do Ministério da Fazenda.

**A própria taxa de câmbio depende da situação internacional...**

A taxa de câmbio, ainda que a gente, às vezes, tenha a pretensão de achar que o governo possa controlar a taxa de câmbio, o governo não controla. É uma variável endógena. É claro que uma boa gestão da política ma-

cro ajuda muito. Mas, no fim do dia, o ritmo — no caso, a apreciação lá atrás, que nós estamos vendo desde 2011, e a depreciação agora, uma tendência de depreciação do real —, é reflexo do fortalecimento do dólar. A moeda americana é que está se fortalecendo contra uma cesta de moedas. A intensidade desse movimento logicamente está sensível às questões domésticas aqui. Mas não é uma variável que o ministro possa controlar. Acho que o ponto é esse. Eu não sei qual é o tamanho da convicção do governo. Não dá para a gente saber. Cada dia é cada dia.

**A sr<sup>a</sup> está falando da presidenta Dilma, especificamente?**

Sempre é. O incumbente é o presidente. O presidente é a última palavra sempre. Independentemente de quem seja. O presidente tem que estar convencido da importância de um programa, para dar força ao seu ministro para implantar esse programa, para ter legitimidade. Nesse aspecto é que a indicação do Levy é tão importante. Porque era o melhor nome. Acho que não existia nome melhor. Porque é um sujeito que tem um tremendo respeito da comunidade internacional e do mercado, conhece as contas públicas, e isso diz algo sobre a convicção da presidente.

**Porque inclusive ela é uma keynesiana assumida. A sr<sup>a</sup> acha que ela está revendo isso?**

Acho que não é questão de estar revendo. A política de demanda pode e deve ser adotada em momento de escassez de demanda. Mas uma vez que não é o caso, que a gente tem nitidamente um quadro de setor público precisando ajustar para ajudar o trabalho do Banco Central para a inflação se reduzir mais rapidamente, não é uma questão de ser ou não keynesiano, não se trata disso. É a necessidade de fazer o ajuste das contas públicas, para poder por a macroeconomia em dia, abrir espaço para crescer. Tem um ponto importante nessa questão de inflação. Se a gente tentar fazer o controle da inflação só com política monetária, o custo é enorme. O setor privado já está no campo negativo, numa dinâmica muito fraca e com uma avaliação de que não tenha batido no fundo do poço. Por isso temos que tomar cuidado. E mesmo assim, com a inflação alta, o déficit de transações correntes aumentou, o que mostra que tem algum excesso. É essencial que o setor público faça o ajuste e que o setor privado não tenha que fazer mais.



**A nova equipe já havia sinalizado a redução do papel do BNDES como financiador principal do setor privado, mas teve o aporte de R\$ 30 bilhões do Tesouro para o banco. Foi uma sinalização contraditória?**

Sim e não. Não podemos dizer que foi contraditório por uma questão técnica: você não para um transatlântico da noite para o dia. O BNDES tem compromissos, que foram feitos lá atrás. Claro que eu preferiria ver o BNDES em condições de ter como captar lá fora, sem ter que pressionar o caixa do Tesouro. Que daqui para frente a gente não tenha essa situação e, sim, outras condições de financiamento. Lembrando que a meta do Levy é a dívida bruta, portanto, não tem espaço. Esses valores foram estabelecidos para não ter transferências para bancos públicos.

**E qual é o papel dos bancos públicos, na sua opinião?**

A gente já tem começado a ver alguma perda de fôlego. O processo das concessões dos bancos públicos tem que ficar mais claro. Quando a gente pensa em política fiscal, ou parafiscal, dos bancos públicos ajudando o Banco Central — para evitar que a gente tenha necessidade de fazer um choque de juros, um ajuste mais forte da Selic — o papel dos bancos públicos é muito importante. É melhor que a atividade fique mais fraca do que ter que fazer uma dose exagerada de Selic. Acho que tem o papel dos bancos públicos que vai ajudar a política fiscal, via repasses do Tesouro. Evita problemas de inadimplência para esses bancos, porque também há um limite para conceder crédito, já que o mercado de trabalho não é mais o mesmo. É um momento de disciplina, de postura mais conservadora. Isso vale para os bancos públicos, certamente.

**Mas a sr<sup>a</sup> acha que, no cenário de elevação da taxa de juros no médio prazo e ajuste fiscal, a reação do empresário pode ser positiva?**

Acho que pode, sim. Claro que a forma como você fala isso é muito importante. É importante que o BC tenha uma boa comunicação com os mercados, tal como a sinalização de que a agenda do Levy é para valer. A reação da economia passa pelo componente expectativa, pela credibilidade da autoridade econômica. Você pode estranhar: “Poxa, tá apertando e falando que vai crescer?”. É a ideia do remédio, tem que dar o remédio para o pacien-

“

**Quando a gente pensa em inflação de serviços a 8%, isso é custo para a indústria. A inflação está machucando a competitividade da indústria. Ela não tem a mesma capacidade de repassar custos”**

te reagir adiante. Hoje, quando a gente pensa em inflação de serviços a 8%, isso é custo para a indústria. A inflação está, de fato, machucando a competitividade da indústria. Ela não tem a mesma capacidade de repassar custos. Afinal, daquilo que a gente consome de produtos manufaturados, segundo a CNI, 22% é importado. Mesmo que não fosse, tem influência dos preços externos. A indústria, como vem discutindo Delfim Netto, tem amargado uma queda nas margens que dificulta o dinamismo do setor, inviabiliza investimentos. Então, a inflação cair, com esse papel da política fiscal, vai ser um fator importante para a recuperação da nossa indústria, e o câmbio pode adicionar a isso. Agora, se vem câmbio, mas a inflação vem junto, a gente vai ficar enxugando gelo. Se você não tem a macroeconomia arrumada, a eficácia das políticas econômicas é limitada. A desarrumação cobra seu preço.

**A sr<sup>a</sup> acha, então, que seria conveniente suspender esse programa de desoneração da indústria, pelo menos num primeiro momento?**

Com a macroeconomia arruma-

da, inflação baixa, mais o câmbio, isso já começa a dar um alento. Nesse aspecto, eu preferiria medidas para estimular a economia que fossem horizontais, na linha de aumentar os ganhos de produtividade. Eu preferiria outra agenda. Não podemos deixar de ter um olhar para a indústria, acho que é um setor, de fato, importante, e mais sensível ao custo país. Agora, tem que entender que não é qualquer política, fazer IPI para um e para outro não, essa seletividade precisa ser reavaliada. Eu realmente prefiro medidas horizontais. Ajuda a indústria como um todo.

**Além das desonerações,**

**a sr<sup>a</sup> falou sobre o ambiente regulatório e da participação do Estado. O que o governo poderia já sinalizar?**

Por ora não há nenhuma pista do que pode vir por aí. Eu realmente não sei se vem uma agenda microeconômica, ou mesmo de reforma tributária, que reduza a complexidade do nosso sistema tributário e a insegurança jurídica que vem junto. Acho que seria importante retomar essa agenda. E tem coisas que não dependem de conversa, são medidas administrativas, em que você vai eliminando distorções do sistema produtivo. Quando a gente olha a agenda

“

**Fazer IPI para um e não para outro, essa seletividade precisa ser reavaliada. Eu realmente prefiro medidas horizontais, na linha de reduzir o custo país. Ajuda a indústria como um todo”**





# 'A DESARRUMAÇÃO DA ECONOMIA COBRA O SEU PREÇO'

dos, que impede o cumprimento da meta de inflação em 2015, considerando os 4,5%, mas acho que existe chance, realmente, de uma redução importante em 2016. Não sei se chega no 4,5%, de repente é 5%, mas já é um avanço importante.

**O crescimento em 2016 já seria melhor?**

Seria, acho que o momento mais crítico é agora. A gente tem o papel do ajuste fiscal, que é enorme aqui. Para o ano que vem, tem outro constrangimento para a inflação no ajuste do salário mínimo, que é forte, tem implicações fiscais e inflacionárias. Se conseguirmos, aos poucos, ir equacionando essas questões fiscais, fazendo ajustes, corrigindo excessos, teremos chances de ver um quadro inflacionário menos preocupante em 2016. Isso como condição para a retomada do crescimento, com a macroeconomia arrumada, abrindo espaço para a melhora da confiança. Mas não é só uma questão de confiança, é, de fato, melhorar o espaço para margem da indústria. A indústria vai recuperando, o câmbio começa a ter efeito, e aí você começa a ter o

efeito multiplicador disso na economia. A indústria foi a primeira a sofrer, porque é mais sensível ao risco país, não pode repassar custos aos preços finais. Hoje, a gente tem um quadro de disseminação desse enfraquecimento aos outros setores. Portanto, a volta passa pela recuperação da indústria.

**O Bank of America não está mais recomendando investimentos no Brasil e na Rússia, mas sim, na China e na Índia...**

Eu não acompanhei isso. Mas tem um ponto concreto, que é o seguinte: a gente está falando de um ciclo econômico mundial, que não é uma crise, é bem mais modesto. A Lagarde (*Christine, diretora-geral do FMI*) usou o termo "mediocre", mas o fato é que estamos falando de um mundo que, se antes crescia 4%, 4,5%, agora, cresce 3%, 3,5%. É um crescimento mais modesto. Claro que já é alguma coisa. Agora, algo que ajuda a diferenciar o ciclo que vivemos hoje daquele da década passada é o comércio mundial muito lento. Os países se fecharam mais. O comércio mundial, que crescia 7%, 8%, agora cresce 2%, 2,5%. Isso tem uma repercussão nos países emergentes, que também enfrentam questões cíclicas, estruturais. Grosso modo, todos os países emergentes, quando teve a crise de 2008, 2009, fizeram bastante política de estímulo à demanda e também têm seus desafios — como a China, com preocupação de bolha aqui e ali. E tem a queda de preço de commodities, que é resultado desse ciclo mundial mais modesto. Com menos peso do comércio mundial, não sendo os emergentes que estão puxando o crescimento mundial, o preço de commodities sente. Obviamente, isso reforça essa posição mais vulnerável dos emergentes. Quando a gente olha os dados da América Latina, a economia está desacelerando. Estou falando da América Latina mesmo pegando os países arrumados, que têm regimes de política econômica como o nosso, que é o tripé macroeconômico, como Chile, Peru, México, Colômbia. Esses também estão enfrentando desaceleração. O mundo, para os emergentes, hoje é mais delicado. Isso, obviamente, influencia as recomendações de investimento. Nesse mundo cheio de liquidez, quando o investidor olha o Brasil e olha a Rússia, vê que o Brasil tem uma história mais interessante. Tem muito trabalho e desafio aqui. A sinalização com o Levy, por ora, foi

muito positiva. Acho que existe um espaço do benefício da dúvida do investidor internacional.

**A sr<sup>a</sup> concluiu um artigo, recentemente, dizendo que corríamos o risco de ter uma década perdida pela frente. A senhora recuou dessa visão?**

Não, de forma alguma. Há esse risco, sim. O ministro foi um sinal importante. Resolveu a fatura? Não. O ministro é importante, tem credibilidade, penso eu que temos boas chances de manter o *investment grade* do Brasil. Agora, crescimento econômico que é a variável que importa no fim do dia para a agência de rating, para o bom humor do investidor internacional, para as condições sociais, para o equilíbrio político. A gente ainda não sabe o quanto vem, de fato, de ajuste fiscal nos próximos anos, como será feito, ou como faz diferença e, portanto, o que pode vir em termos de agenda para acelerar ganhos de produtividade, aumentar a taxa de investimento do país e a gente ter um crescimento do PIB maior. Digamos que o tal crescimento potencial esteja em torno de 2%. Eu acho isso pouco à luz do desafio do Brasil. Claro que já vai ser um salto importante em relação ao quadro de estagnação atual. O desafio nosso é ir além disso. Se o mundo cresce 3,5% e a gente cresce 2%, nosso hiato é o quanto a gente vai ter que caminhar, para nossa renda per capita ficar mais próxima à do mundo. O desafio do Brasil é enorme. Que não se entenda a ideia da década perdida como de estagnação. É de baixo crescimento, um crescimento que desaponta. Esse risco existe.

**Nesse cenário, a sr<sup>a</sup> consegue estar otimista?**

Eu estou confiante.

do ex-presidente Lula lá atrás, de redução do risco de operação em alguns mercados, teve efeitos muito importantes, como, por exemplo, para a construção civil. Você reduz o risco regulatório, dá mais garantias para o setor e a oferta reage. Essa é uma agenda interessante no Brasil. O setor privado pede por melhoria desse ambiente regulatório, há um consenso da necessidade. É uma agenda difícil, tecnicamente, porque não tem a regra do bolo. Cada país tem as suas restrições. Nosso sistema tributário, por exemplo, é uma trabalhadeira. Tudo isso ajuda a tal variável mágica de ganhos de produtividade.

**O presidente do BC, Alexandre Tombini, previu que o centro da meta da inflação só seja alcançado, novamente, no fim de 2016. Não seria o caso de buscá-lo em prazo mais curto?**

Para o ano que vem, eu diria que é virtualmente impossível. O economista não vai falar, nunca, que a probabilidade é zero. A gente tem a questão dos preços administrados, agora começamos com as bandeiras tarifárias — por exemplo, tem ajuste de ônibus defasado. Então, no ano que vem, vai ser muito importante recompor esses preços. Tem essa necessidade de ajuste de preços administra-

“

**O desafio do Brasil é enorme. Que não se entenda a ideia da década perdida como de estagnação. É de baixo crescimento, um crescimento que desaponta. Esse risco existe”**