



Como
matar
a
borboleta-
-azul

uma
crônica
da
era
Dilma

MONICA
BAUMGARTEN
DE BOLLE



APRESENTAÇÃO

PREFÁCIO

INTRODUÇÃO

**O trem-fantasma
de Dilma**

**Entrando no túnel
2011**

**Fumaça, fumaça
2012**

**O museu de grandes novidades
2013**

**As leis fundamentais
da estupidez humana
2014 e 2015**

**Morcegos ressuscitam
borboletas?
2016**

EPÍLOGO

**O mistério da crise infinita:
uma fábula**

*O segredo é não correr atrás das borboletas...
É cuidar do jardim para que elas venham até você.*

MARIO QUINTANA

Por que uma crônica?

Por que não um livro técnico, repleto de gráficos e tabelas, para contar a história econômica da era Dilma Rousseff? Por que não replicar algo de que eu própria já fui coautora: uma coletânea de artigos preparados por economistas que descreviam o que deu errado ao longo do mandato da presidente afastada? Respondo em poucas palavras: porque essas obras raramente são lidas fora do círculo fechado dos economistas. A linguagem é hermética; os gráficos e as tabelas, a despeito de reforçarem o rigor da análise, não deixam fluir a história. E os anos Dilma, antes de tudo, dão uma história de suspense e terror. É drama dos mais dramáticos, com vilãs, vilões e pouquíssimos heróis.

Quem não gosta de uma boa trama, ainda que seja a da desconstrução de um país? Essa demolição, desnecessária mas real, é contada com contornos de ficção e pitadas de surrealismo. Sem perder o rigor de análise, era assim que eu queria escrever sobre esse período: de modo acessível a qualquer leitor, não só a economistas.

Não é fácil ser economista. A profissão abraça ao mesmo tempo o rigor analítico e quantitativo e a irracionalidade humana. Economistas têm de ser capazes de embasar seus argumentos em fatos, enquanto qualificam esses argumentos com as revelações das outras ciências sociais: da psicologia, que

mostra como o comportamento humano foge daquele idealizado nos modelos dos economistas; da sociologia, que explica interações entre diferentes grupos da sociedade que a economia, sozinha, não é capaz de elucidar; das ciências políticas, que desvelam por que a melhor recomendação dos economistas muitas vezes será massacrada pelas disputas de poder; da literatura, tão ignorada por esses profissionais, mas que fornece instrumental valiosíssimo — o poder de contar uma história de modo compreensível, de transformar o rigor analítico em trama sedutora. Nada disso invalida os métodos dos economistas. Mas método não é história.

Essa forma de pensar economia, com método e enredo, é fruto de minha formação como profissional; da escolha de fazer um Ph.D na London School of Economics and Political Science (LSE), onde se estuda a economia inserida na ciência política; e da opção por trabalhar por alguns anos no Fundo Monetário Internacional (FMI) e ir para o outro lado do mundo.

No FMI, viajei três vezes para Papua-Nova Guiné, terra de incontável beleza e notável miséria. Lá pude ver como o método nem sempre casa com a realidade de um país pobre, carente de profissionais qualificados em todas as áreas que se possa imaginar.

Mais tarde, fui arrebatada pelo mesmo choque com a realidade ao presenciar a profunda crise econômica no Uruguai, as inúmeras gambiarras implantadas para superá-la, ignorando as respostas simples dos livros-texto. Não tive qualquer protagonismo durante a crise de 2008, mas observei o que já vira do outro lado do mundo e no país ao sul do Brasil: a realidade de uma crise econômica não se encaixa nos moldes pré-fabricados que muitos de nós usamos como referência. Compreendê-la é, antes de tudo, desvendar sua trama, seu mistério.

Seria mais fácil escrever este livro de outro modo, fugir de analogias e metáforas, de fábulas e crônicas, de linguagem simples para explicar conceitos complexos. Contudo, também seria muito menos prazeroso escrevê-lo como uma obra para economistas.

Espero que o leitor que se aventurar por estas páginas reconheça, sim, as limitações da economia, mas que, sobretudo, se deslumbre com seus mistérios. Foi esse mistério que me levou a ser economista; o enigma de como as interações entre empresários, consumidores, trabalhadores, políticos e recomendações de política econômica se transformam em renda e riqueza, ou em crise e instabilidade. É nessa incógnita, sob o toque surrealista dos anos Dilma, que esta grande crônica pretende mergulhar.

O livro *Como matar a borboleta-azul: uma crônica da era Dilma*, de Monica Baumgarten de Bolle, não é uma coletânea de seus excelentes artigos analisando a conjuntura econômica nos tempos difíceis do governo Dilma Rousseff, durante o qual a economia brasileira foi desorganizada com a Nova Matriz Econômica. É, como o próprio subtítulo diz, uma crônica sobre esse período, em que a autora retrata a trajetória dramática que nos levou à situação de pré-insolvência fiscal na qual nos encontramos hoje.

O texto tem a marca da Monica escritora, que, além de manejar com mestria o instrumental econômico, é elegante e agradável, com enorme conhecimento da alta literatura mundial. Os leitores poderão se deliciar com digressões que os levam a viajar por caminhos que servem de ponte para a dura realidade da economia. Ou seja, aqueles que não forem familiarizados com o tema podem ter certeza de que, ao voar pelo Brasil nas asas da *borboleta-azul*, poderão não apenas entender o difícil economês, mas também desfrutar o texto.

Voltemos, porém, ao objeto principal deste livro. É triste ver como se conseguiu reverter a trajetória positiva de nossa economia, depois que o Plano Real, com enormes esforços e sacrifícios, conseguiu, após trinta anos de indexação, trazer de volta a inflação para patamares razoáveis e permitir que um conjunto de políticas sociais, quase responsáveis, ajudasse a

garantir maior inclusão social neste país tão desigual. Não por acaso, *30 anos de indexação* é o título do último livro de um dos nossos maiores economistas, Mario Henrique Simonsen, mestre de muitos de nós, mas, especialmente, de duas pessoas que fizeram Monica ser quem é.

E quem é Monica? Eu, que a conheci antes de ela nascer, posso dizer que, como ser humano e economista, é o resultado de duas pessoas a quem muito admiro e de quem tenho enorme saudade.

Uma delas é seu pai, Alfredo Luiz Baumgarten Junior, meu professor, grande amigo e colega de trabalho da época em que Simonsen era ministro nos governos Geisel e Figueiredo. Alfredo nos deixou muito cedo, quando Monica tinha dezessete anos e acabara de entrar para o curso de economia na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-Rio). De Alfredo, Monica herdou inúmeras características de caráter e personalidade, mas isso fica por conta dos leitores. É bom lembrar, contudo, que ela não deixa qualquer questão ou problema sem resposta.

O outro formador de Monica é Dionísio Dias Carneiro, grande amigo e colega de trabalho que também nos deixou precocemente. Dele, de quem foi aluna diletta na graduação e no mestrado, além de sócia na Galanto Consultoria, Monica adquiriu uma capacidade quase única de analisar as questões econômicas com profundidade e elegância.

Lembro bem que Dionísio e eu comentávamos, rindo, quando Monica já estava de volta ao Brasil após seu doutorado na London School of Economics and Political Science (LSE) e uma intensa passagem pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), onde ainda jovem enfrentou a negociação da crise da dívida soberana do Uruguai e um programa de ajuste na Papua-Nova Guiné, que tínhamos pena dos dirigentes dos dois países.

Na ausência de Dionísio, herdei uma importante e prazerosa tarefa: ser o *real time reviewer* de seus textos, o que sem dúvida é um privilégio.

Não posso, porém, deixar de mencionar outra pessoa muito importante em sua formação, a razão de seu interesse pelo economista Thomas Piketty e suas preocupações com distribuição de renda e riqueza, sem falar de seu francês quase perfeito: sua avó materna, Regina Helena Tavares, educadora, amiga e discípula de Darcy Ribeiro, responsável pela visão social crítica e competente de Monica.

Voltemos, contudo, à *borboleta-azul*. A crônica de Monica acompanha *pari passu* erros e desacertos de Dilma por meio de uma imagem magnífica: um trem-fantasma que nos leva de 2011 até a votação do *impeachment* na Câmara, em 2016, percorrendo os trilhos de um Brasil que foi descarrilando cada vez mais sob a condução da maquinista-chefa.

Primeiro “Entramos no túnel de 2011”, quando as sequelas da crise internacional solaparam o Brasil e começaram a mudar os rumos da política econômica. Depois, avançamos com muita “Fumaça, fumaça” em 2012, ano em que as mudanças promovidas por Dilma e sua equipe atingiram o ápice. Com a introdução da chamada Nova Matriz Econômica, recuamos para o “Museu de grandes novidades”, em 2013, até chegar a um dos momentos cruciais dessa viagem dramática e desesperadora em 2014 e 2015: “As leis fundamentais da estupidez humana”, elaboradas pelo historiador Carlo M. Cipolla.

Aqui, Monica e eu temos de agradecer ao nosso querido Dionísio, por nos ter apresentado, antes mesmo de Cipolla, às verdades sobre o ser humano. Depois, encerra a linha do tempo em 2016, com a imagem perfeita dos “Morcegos ressuscitando as borboletas”, em que analisa a formação do governo interino de

Michel Temer, sem que o presidente em exercício roube a cena da protagonista desta grande crônica.

Como escritora nata, e não somente economista, Monica nos reserva uma fábula em forma de epílogo, “Mistério da crise infinita”, que deixo para os leitores saborearem.

Se a autora teve dois grandes mentores, hoje, na ausência deles, sou uma espécie de grilo falante dela, quando resolve me escutar. Espero que os leitores tenham o mesmo prazer que tive ao ler seu texto.

LUIZ ROBERTO CUNHA
PROFESSOR DA PUC-RIO

O trem- fantasma de Dilma

Dilma Rousseff chegou à presidência embalada pelo sucesso do antecessor, como ela própria disse, “homem do povo, um trabalhador”. Envolvida pela “suavidade da seda verde-amarela da faixa presidencial”, em 1º de janeiro de 2011 falou com emoção sobre a “ousadia do voto popular” de convocar uma mulher para dirigir os destinos do país: “Meu compromisso supremo — eu reitero — é honrar as mulheres, proteger os mais frágeis e governar para todos.”

Chegou ao posto mais alto do país acalentada pelo crescimento extraordinário da economia brasileira em 2010: 7,5%, dignos de milagre econômico, quase do tamanho da China. “Venho, antes de tudo, para dar continuidade ao maior processo de afirmação que este país já viveu nos tempos recentes. Venho para consolidar a obra transformadora do presidente Luiz Inácio Lula da Silva [...] que mudou a forma de governar e levou o povo brasileiro a confiar ainda mais em si mesmo e no futuro do país.”

A presidente tinha a voz embargada naquele dia, logo antes do mergulho escuro em que se transformariam seus anos à frente da nação, verdadeiro trem-fantasma da economia brasileira.

Naquele 1º de janeiro, embalada por situação inédita da

economia, estava convicta: “Vivemos um dos melhores momentos da vida nacional, milhões de empregos estão sendo criados, nossa taxa de crescimento mais que dobrou e encerramos um longo período de dependência do Fundo Monetário Internacional.” Chegara a hora de mudar, transformar o país, torná-lo exemplo mundial, fazê-lo fonte de admiração global. Reconhecia, a contragosto, que “um governo se alicerça no acúmulo de conquistas da história”; lembrava, apenas a título de breve ilustração, que “muitos, a seu tempo e a seu modo, deram grandes contribuições às conquistas do Brasil de hoje”. No entanto, enchia o peito: “Reduzimos, sobretudo, a nossa dívida social, a nossa histórica dívida social, resgatando milhões de brasileiros da tragédia da miséria e ajudando outros milhões a alcançar a classe média.”

Seu slogan no primeiro mandato era “País rico é país sem pobreza”, aquele que distribui, inclui, reduz desigualdade, dá voz ao povo. Objetivos nobres, que, respaldados pelo sucesso do antecessor, renderiam frutos antes inatingíveis, o “nunca antes” levado às últimas consequências. No entanto, o sonho do país rico se desfez na alta galopante do desemprego cinco anos depois de ditas essas palavras.

Naquele 2011, com o mundo em crise e países maduros apodrecendo devido às dificuldades de reorientar a política econômica em ambiente turvo, Dilma disse para si mesma que faria diferente no Brasil: “É com crescimento, associado a fortes programas sociais, que venceremos a desigualdade da renda e do desenvolvimento regional.”

Austeridade? Austeridade leva à recessão, ao desemprego, à redução da renda do trabalhador. É receita ultrapassada, que de nada serve. Tenho plano ousado, inovador, pensou ela. “Isso significa — reitero — manter a estabilidade econômica como

valor. Já faz parte, aliás, da nossa cultura recente a convicção de que a inflação desorganiza a economia e degrada a renda do trabalhador. Não permitiremos, sob nenhuma hipótese, que essa praga volte a corroer nosso tecido econômico e a castigar as famílias mais pobres.”

Para executar um plano ambicioso, ela contava com sua própria sabedoria. Afinal, a presidente — essa presidenta — não tinha uma formação qualquer. Era economista, capaz de ser sua própria ministra da Fazenda, se preciso; sua própria presidente — presidenta — do Banco Central, se necessário. “Continuaremos fortalecendo nossas reservas externas para garantir o equilíbrio das contas externas, bloquear e impedir a vulnerabilidade externa.”

Nas entranhas do túnel onde ainda corre o trem-fantasma de Dilma, veríamos o saldo positivo de quase duas décadas da balança comercial se transformar em déficit. “Faremos um trabalho permanente e continuado para melhorar a qualidade do gasto público”, disse a presidente recém-eleita em 2011. Quatro anos mais tarde, abandonaria a meta de superávit primário devido ao descontrole do gasto público e à má gestão da política fiscal.

Dilma chegou à presidência com o Brasil nas mãos e uma ideia fixa na cabeça: reformular tudo. “O investimento público é essencial como indutor do investimento privado e como instrumento de desenvolvimento regional. O PAC [Programa de Aceleração do Crescimento] continuará sendo um instrumento de coesão da ação governamental e coordenação voluntária dos investimentos estruturais dos estados e municípios. Será também vetor de incentivo ao investimento privado, valorizando todas as iniciativas de constituição de fundos privados de longo prazo.”

Nada disso se concretizaria, infelizmente. A taxa de investimento da economia brasileira passaria por inexorável declínio em túnel escuro que culminaria no monstruoso escândalo de corrupção na Petrobras, envolvendo boa parte das empreiteiras responsáveis por executar as obras do PAC.

Sobre a Petrobras, a presidente afirmou: “O pré-sal é nosso passaporte para o futuro, mas só o será plenamente, queridas brasileiras e queridos brasileiros, se produzir uma síntese equilibrada de avanço tecnológico, avanço social e cuidado ambiental. A sua própria descoberta é resultado do avanço tecnológico brasileiro e de uma moderna política de investimentos em pesquisa e inovação. Seu desenvolvimento será fator de valorização da empresa nacional e seus investimentos serão geradores de milhares de novos empregos. O grande agente dessa política foi e é a Petrobras, símbolo histórico da soberania brasileira na produção energética de petróleo.” Pobre Petrobras!

Dilma queria ser lembrada como aquela que fora capaz de soltar o Brasil, de uma vez por todas, das amarras que impediam o avanço: “Muita coisa melhorou no nosso país, mas estamos vivendo apenas o início de uma nova era, o despertar de um novo Brasil. Recorro a um poeta [Guimarães Rosa] da minha terra natal. Ele diz: ‘O que tem de ser tem muita força, tem uma força enorme.’”

Eis as derradeiras palavras de seu discurso de posse, símbolo de seu afastamento cinco anos mais tarde: o que tem de ser tem muita força, força enorme.

Refazendo tudo

Refazenda

Refazenda toda

Guariroba

GILBERTO GIL, "REFAZENDA"

Entrando no túnel 2011

JANEIRO

Dilma Rousseff assume a presidência da República encontrando um país com taxa de inflação de 5,9% e crescimento de 7,5%.

Deslizamentos deixam rastro de destruição e morte no Rio de Janeiro.

FEVEREIRO

O movimento conhecido como Primavera Árabe, levante da população iniciado em 2010 na Tunísia clamando por maior abertura, pela instauração da democracia e pela derrocada de políticos corruptos, atinge o auge com a queda do líder egípcio Hosni Mubarak. O desfecho dos movimentos, que se atenuariam em 2012, acabaria por deixar vácuos de poder mais tarde ocupados pela ascensão do Estado Islâmico.

MARÇO

Tsunami no Japão e acidente nuclear em Fukushima.

AGOSTO

indelevelmente associada a ele, tantas foram as citações nas imprensas local e internacional. O dinheiro criado nos principais centros financeiros do mundo — as compras de títulos do Tesouro americano financiadas pela criação de moeda — encontraria nos países emergentes destino certo. Nessas regiões, a taxa de juros não fora reduzida a zero e a remuneração dos investimentos continuava atraente.

O Brasil dos juros mais altos do mundo era ímã para os investidores estrangeiros, cuja alternativa era estacionar o dinheiro nos Estados Unidos, na Europa e no Japão quase sem rendimento. O problema é que grandes deslocamentos de recursos para a compra de ativos brasileiros e a procura por reais que disso resultava pressionavam o câmbio, valorizando nossa moeda. Os produtos brasileiros ficavam mais caros em dólares, o que prejudicava as exportações, principalmente da indústria. É a guerra cambial, bradava Mantega.

O termo pegou, afinal o dinheiro em excesso criado pelos grandes Bancos Centrais do mundo para combater os riscos de uma recessão mais severa desalinhou moedas de modo bastante prejudicial para os países emergentes. Como grandes canhões de moeda, o FED, o Banco da Inglaterra e o Banco do Japão lançavam suas balas de papel e metal sem qualquer consideração sobre o impacto que teriam mundo afora.

Para combater a guerra cambial, uma palavra esquisita foi introduzida no vocabulário econômico. Todos falavam em medidas “macroprudenciais”, termo hermético, terrível e de gosto duvidoso. A ideia resumia-se à necessidade de dar aos Bancos Centrais uma forma mais eficaz de contornar os problemas gerados pelo excesso de recursos externos que entravam nos diferentes países. Dinheiro em excesso, além de valorizar o câmbio, estimula a tomada imprudente de risco nos

tentativa de gerar crescimento por meio de um modelo calcado no incentivo ao crédito e ao consumo. A contradição entre o modelo de crescimento e a necessidade de manter a inflação sob controle levaria a que, ao longo de todo o primeiro ano de seu governo, a presidente e seu Banco Central vacilassem entre o combate inflacionário e a preservação do crescimento. Esse tipo de vacilação havia muito não se via, nem no Brasil nem no resto do mundo.

Nos anos 1970 e 1980, a dúvida entre preservar o crescimento e combater a inflação — objetivos muitas vezes conflitantes — levou vários países ao que ficou conhecido como políticas de *stop and go*, isto é, ora se aumentavam os juros para conter a alta dos preços, ora se interrompia a elevação dos juros para não prejudicar o crescimento. Esse tipo de vacilação na condução da política econômica é ruim para a previsibilidade e a credibilidade daqueles que estão no comando da economia.

Nos anos 1970, o *stop and go* desembocaria no mar de inflação que encobriu os Estados Unidos na década de 1980, na inédita alta de juros do FED, que levou as taxas americanas, pela primeira vez, a dois dígitos. Esses dois dígitos quebraram, um a um, diversos países latino-americanos, configurando a década perdida das moratórias.

A presidente chegou a ensaiar alguns passos de austeridade. No início do ano, disse que faria contingenciamento expressivo dos gastos — R\$ 50 bilhões — para tornar as contas públicas mais robustas e ajudar o Banco Central no combate inflacionário. Ela não se referia, entretanto, a uma redução sistemática dos gastos, que, ao menos desde 2009, cresciam muito acima do razoável. O contingenciamento era somente a promessa de não gastar parte do orçamento que havia sido elaborado para 2011. Evidentemente, isso não bastou para suprimir as pressões

O problema é que o pragmatismo criativo das economias avançadas ganhou contornos blasfemos nas emergentes. Diferentemente dos países maduros, os emergentes não passavam pelo flagelo econômico nem sofriam com o desemprego persistente. Ao contrário, a praga que os afligia era a da alta inflacionária, associada às demandas sobreaquecidas e à resistência das autoridades locais em adotar medidas de contenção por meio dos instrumentos convencionais, como o corte de gastos e a elevação dos juros.

Como já dito, recorria-se cada vez mais às medidas macroprudenciais, outrora conhecidas como administrativas — úteis, porém distorcivas. Em certos casos, havia razões concretas para adotá-las, como na situação em que excessos na concessão de crédito exigiam ações mais diretas para coibi-los. Em outros, as justificativas eram menos defensáveis.

Na Rússia, onde a inflação estava muito acima da zona de conforto do Banco Central no início de 2011, entre 6% e 7%, as autoridades preferiram elevar os depósitos compulsórios — os recursos que os bancos são obrigados a manter no Banco Central — a subir a taxa de juros. Três anos mais tarde, em 2014, o abandono da ortodoxia pela Rússia cobraria seu preço.

O bem-comportado Chile foi outro exemplo da perda de popularidade da ortodoxia nos países emergentes. Apesar das pressões inflacionárias reconhecidas pela autoridade monetária, o Banco Central chileno preferiu, na ocasião, interromper o ciclo de aperto dos juros, temendo a entrada de capitais e a valorização da moeda.

Na Turquia, onde o descolamento da inflação em relação à meta de 5,5% era iminente, a instituição reduziu os juros não uma, mas algumas vezes consecutivas.

O Brasil de Dilma, ainda que tivesse motivos para adotar as

eram, como diziam certos membros da equipe econômica, bússolas para desbravar “o admirável Brasil novo”.

A política monetária, no Brasil e no exterior, parecia cada vez mais inclinada a ressuscitar a desgastante engrenagem de *stop and go* da década de 1970, que vacilava constantemente entre a priorização do combate inflacionário e a da preservação do crescimento. Diante das crescentes evidências de mudança de regime, surgia um questionamento fundamental. Será, como alertara certa vez o economista Dionísio Dias Carneiro,¹ que estávamos sofrendo as consequências de ter tentado reformar o Brasil com taxas de juros muito altas? Isto é, as alterações nos fundamentos da política macroeconômica brasileira estariam refletindo a fadiga da sociedade com o lento e árduo processo de redução dos juros? Ou seriam as novas ações apenas um flerte exploratório, fruto do aval global para a adoção da heterodoxia e da demonização dos fluxos de capital? O grau de desorganização macroeconômica que o Brasil enfrentaria nos anos seguintes dependeria da resposta.

Em meados de 2011, a demonização dos fluxos de capital integrava-se, definitivamente, ao discurso do governo. Não bastassem os alarmes constantes do Ministério da Fazenda sobre as implicações adversas das entradas de recursos externos para o câmbio, as exportações e a indústria brasileira, o Banco Central se juntava ao coro, insistindo que o apetite dos investidores estrangeiros por ativos brasileiros estava atijando a inflação. O remédio, recém-endossado pelo FMI, era claro: fluxos exacerbados devem ser contidos por meio da adoção de controles de capitais, “bem-estruturados e preventivos”, como enfatizara Blanchard. A recomendação era adequada para o Brasil?

continua tentando explorar conflitos arditos, sobre os quais não tem controle. Nesses quase dezoito anos do regime de metas no Brasil, só conseguimos manter a inflação igual ou menor que o centro da meta em quatro ocasiões — uma delas em 2009, quando o mundo sentiu o brutal impacto do colapso financeiro de 2008. A manutenção de uma meta de inflação acima dos níveis que vigoram nos nossos pares emergentes e a aversão do governo a discutir seriamente as vantagens de um Banco Central independente são também reflexos desse impulso inflacionista nativo.

O grande segredo é que não há segredo. Quando o governo tenta explorar o *trade-off* entre inflação e crescimento, as expectativas se ajustam desfavoravelmente, impedindo uma convergência mais rápida dos juros para os ditos padrões internacionais. Os agentes econômicos se munem de estratégias defensivas que distorcem a alocação de recursos, geram uma poupança improdutiva, que não favorece a expansão do investimento de longo prazo. O quadro é piorado por essa guarriroba gigantesca em que se transformou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), na ocasião plenamente engajado na pérfida política de campeões nacionais.

Uma cozinha suja é um local desagradável: malcheiroso, repleto de gordura incrustada, manchas entranhadas e superfícies pegajosas. Era hora de tirar a macroeconomia da cozinha e remover, com um bom detergente, as crostas ideológicas desse falacioso embate entre a ortodoxia e a heterodoxia. Teria sido muito melhor refletir sobre os fascinantes dilemas macroeconômicos do Brasil na sala de estar. Sem se esquecer de limpar a cozinha, evidentemente.

Não fizemos nem uma coisa nem outra.

acreditavam que fossem os preços das matérias-primas, as *commodities*, impulsionados pela heresia monetária dos países avançados — principalmente os Estados Unidos —, pela demanda incessante dos países emergentes — cujo crescimento é mais intensivo nesses produtos — e pelos diversos choques inesperados que atingiram a economia mundial, como as revoltas da Primavera Árabe e as tragédias no Japão — o terremoto e o desastre nuclear de Fukushima. Sempre houve, entretanto, um quarto elemento, pouco citado, mas que ganhou relevância depois da perda de governança dos países maduros resultante da fragilidade política de seus líderes. Esse quarto elemento era, como a demanda dos países emergentes, um fator estrutural de pressão sobre os mercados de matérias-primas que não se dissipou rapidamente. Sua origem estava na perda de governança das economias maduras, emissoras das principais moedas de reserva internacionais, e na consequente degradação da política econômica. À vista da falta de alternativas, as *commodities* tornaram-se um importante veículo de proteção dos investidores, assumindo uma das funções da moeda, especificamente a de reserva de valor, de resguardar a renda e a riqueza diante das ameaças inflacionárias do mundo.

Havia, porém, outros demônios à solta no Brasil instigando a égua da noite. O mais agressivo e artiloso era o demônio do crédito público, que continua a crescer em ritmo desenfreado, prejudicando a condução da política monetária pelo Banco Central. O crédito público batia nos flancos da égua, fazendo-a correr cada vez mais, enquanto o Banco Central tentava alçá-la, sem sucesso. As autoridades deram pouca ênfase ao papel do crédito público, em parte porque não acreditavam nos seus provados malefícios, e sim nos ilusórios benefícios. O crédito público seria a chave para destravar o investimento no país,

extirpar os riscos do sistema financeiro brasileiro antes que esses pudessem provocar qualquer estrago. Isso gerou certa confusão. Sobretudo depois que alguns Bancos Centrais — o suíço, o japonês e o turco — reduziram os juros para atenuar os efeitos da desorganização dos mercados provocada pela crise na Europa. Alguns, compreensivelmente, logo começaram a especular se o Banco Central não estaria cogitando medidas semelhantes, ou pelo menos outras formas de relaxamento monetário. Ficaram apreensivos. A inflação ainda está muito alta, pensaram, e o cenário para o ano que vem é, no mínimo, nebuloso.

Acalmem-se. O motivo da mais recente decisão de Tombini de diminuir os juros foi o passeio na Romi-Isetta, na toada da meia-noite em Brasília. No mínimo, uma boa fantasia.

Em ambiente carregado de incertezas, temores e alguma indignação, foi com grande alívio que todos receberam a notícia de que o governo pretendia cortar mais gastos para abrir espaço à queda dos juros. A alegria durou pouco. Confrontado com os gravíssimos problemas do mundo, o governo sentiu-se compelido a fazer mais pelo crescimento, deixando de lado a coerência entre política fiscal, expansão do crédito e redução dos juros. Para garantir a sustentação da redução dos juros, era necessário reduzir os gastos e encerrar a política de crédito público barato para os campeões nacionais. Mas isso prejudicaria o crescimento, risco que o governo não queria correr, especialmente em meio à marcha fúnebre que os mercados entoavam.

Um as poucas notas. Um acorde. Algumas palavras de uma estrofe. Dá para adivinhar a música dos países desenvolvidos no início do segundo semestre de 2011? E a do Brasil? A julgar pelo comportamento dos mercados naquele agosto sombrio, ninguém sabia. Mas a maioria entoava uma marcha fúnebre prematura,

fortalecidos, ainda que tardiamente. Os bancos italianos seriam a exceção, continuando a gerar sustos nos mercados internacionais.

Parafraseando T.S. Eliot, agosto é o mês mais cruel. O desgosto ficou mais do que evidente em discursos e artigos apresentados durante a tão aguardada reunião de 2011 do FED em Jackson Hole, cujo tema central era “Como enaltecer o crescimento de longo prazo”. A economia mundial era uma grande terra desolada. O rei — os Estados Unidos — estava mortalmente ferido e as terras, inférteis em razão da sua impotência.

“Eu lhes mostrarei o medo em um punhado de poeira”, escreveu T.S. Eliot no poema “The Waste Land”, de 1922. Foi um pouco isso o que fizeram o presidente do FED, Ben Bernanke, e a diretora do Fundo Monetário Internacional (FMI), Christine Lagarde, com discursos sóbrios, sombrios e realistas. O primeiro não anunciou novas medidas de estímulo, mas não era razoável que o fizesse. Afinal, Jackson Hole é um simpósio acadêmico, e não uma reunião de política monetária. Mas Bernanke revelou que o próximo encontro do FED, em setembro, seria estendido para que pudessem avaliar detalhadamente o estado da economia americana e os custos e benefícios de usar estímulos adicionais para auxiliar a recuperação ou evitar uma recessão.

O presidente do FED declarou que a atividade crescerá menos do que imaginava e destacou a disfuncionalidade do crédito e do sistema financeiro como causas disso. Expressou preocupação com o desemprego de longo prazo e criticou o debate politizado em torno do ajuste fiscal e da elevação do teto da dívida, sugerindo que ele fora parcialmente responsável pelo descarrilamento do crescimento. Por fim, disse que “a maior parte das políticas econômicas que sustentam o crescimento de

derivados das políticas monetárias frouxas do mundo avançado, não necessitava de tanto zelo. Não era necessário tamanho abandono. Tal palavra, aliás, às vezes designa um ato — o abandono das regras, das amarras que cerceiam, mas que também norteiam. Outras vezes, é utilizada para caracterizar um estado de espírito — a sensação de liberdade que acompanha a percepção de não se ater a nada, de poder agir sem restrições. Mas a palavra também tem conotações mais sombrias. Dependendo das circunstâncias, significa desleixo, negligência, renúncia e desistência.

Os Bancos Centrais no mundo de 2011 caracterizavam-se pelo abandono. Seja por não poderem mais se amarrar às regras predeterminadas de outrora, devido ao ineditismo dos problemas que enfrentavam, seja por quererem se libertar das restrições impostas por certos regimes monetários em meio à exacerbação da incerteza, ou ainda por terem resolvido renunciar ao passado, desistindo dos modelos que geraram grandes benefícios, mas que também trouxeram custos.

POLÍTICAS MONETÁRIAS NÃO CONVENCIONAIS

Para responder aos desafios impostos pela crise internacional e pelo risco de alastramento de uma severa recessão, os Bancos Centrais dos principais países desenvolvidos viram-se obrigados a tomar rumos de política monetária sem precedentes históricos em muitos casos. O FED teve de reduzir as taxas de juros até o limite, isto é, zero, e, posteriormente, iniciou programas de compras de títulos do governo conhecido como Quantitative Easing — ou QE, na sigla em inglês. Em português, essas políticas receberam o nome de afrouxamento quantitativo. Como se tratava de território novo, o FED fez o QE em várias rodadas. Em algumas ocasiões, errou a mão, encerrando a compra

financiar outros. É um estado muito diferente da paralisia do crédito, quando desaparecem os recursos para efetuar as transações mais prosaicas.

Enquanto isso, a verdadeira batalha brasileira era ignorada. A inflação subia em 2011 — encerraria o ano cravada no teto da meta: 6,5%. Importantes categorias, como metalúrgicos e bancários, demandavam reajustes salariais que refletiriam nos preços futuros. O câmbio se desvalorizava — não era mais o cenário de guerra cambial de Mantega, ainda que ele jamais se desse conta disso. O enfraquecimento do real seria mais uma fonte de pressão sobre os custos.

E o governo? O governo queria reduzir os juros. Impunha medidas protecionistas de improviso que faziam muito mal ao crescimento e ao quadro inflacionário. Achava que a economia mundial mergulharia em profunda recessão que reduziria drasticamente a inflação brasileira. Crença falsa. A dura realidade estava nos índices de preços. E no cotidiano das pessoas.

arriscavam a prever uma queda substancial no crescimento desses países, inclusive porque sabiam que a moderação era fruto de políticas restritivas que podem sempre ser revertidas.

Para compensar os efeitos inflacionários disso, o câmbio não pode ser denso. Ou melhor, tem de ter uma densidade assimétrica. Precisa ser resistente aos movimentos que induziriam uma desvalorização, porém maleável quando as circunstâncias exigirem uma valorização para abortar os efeitos nefastos sobre a inflação causada por uma alta das *commodities*.

A política cambial brasileira de 2011 produziu uma trajetória para a cotação do real que não era nem uma coisa nem outra. Com as incertezas regulatórias introduzidas nos mercados de câmbio, penalizando aqueles que queriam apostar no fortalecimento do real, impediu-se o movimento benéfico para a inflação. Em meados de 2011, o Banco Central adotara uma espécie de imposto variável — sem qualquer esclarecimento adicional — sobre algumas operações nos mercados de moeda. Evidentemente, a incerteza dos investidores quanto ao rendimento de seus recursos diante da falta de clareza produziu surtos de volatilidade prejudiciais aos objetivos de médio prazo do Banco Central.

Não dispomos, infelizmente, de aparelho para medir as densidades relativas dos preços das *commodities* e da taxa de câmbio. Na dúvida, e diante de uma inflação que alcançou 7,3% em outubro de 2011, teria sido melhor errar pelo excesso de cautela. Ainda que a Europa provocasse arrepios e calafrios.

A crise na Europa não dava trégua, levando a diversas reviravoltas políticas e trazendo à memória um dos maiores romances políticos de todos os tempos: *O leopardo*, de Giuseppe

foram introduzidos novos botões no nosso painel de controle monetário. Era possível, por exemplo, afrouxar as chamadas medidas macroprudenciais. Isso incluiria a redução dos vários impostos sobre operações financeiras (IOFs), introduzidos desde o início do ano, o relaxamento dos depósitos compulsórios, caso as condições de liquidez no mercado interbancário fossem comprometidas pela desalavancagem internacional, sem contar outras medidas de natureza quantitativa para impulsionar os mercados de crédito, como as recém-adotadas pela autoridade monetária. Essas iniciativas potencializariam os efeitos do ciclo de queda de juros sobre o crédito e a atividade.

Além do arsenal monetário, o governo brasileiro dispunha de poderosos aparelhos de estímulo direto ao crédito — os bancos públicos —, amplamente usados como instrumento de combate à crise de 2008 ao longo de 2009 e 2010.

No mundo de 2011, muitos gostariam de estar na invejável posição do Brasil, com tantos botões e manivelas à disposição. Qual foi, então, a má notícia? Afinal, diante do desalento global, se o Brasil conseguisse crescer, ainda que com uma inflação acima da meta de 4,5%, isso não seria um excelente resultado? Sim e não. Infelizmente, a “sintonia fina” de curto prazo tem custos. Mais cedo ou mais tarde, seu uso indiscriminado acaba desorganizando os mercados, interferindo na alocação de recursos e prejudicando o crescimento de longo prazo. Foi o que aconteceu.

RECAUCHUTAGEM

(ARTIGO ESCRITO EM MEU BLOG PESSOAL EM DEZEMBRO DE 2011)

Sentiram o cheiro de borracha queimada? Viram a freada súbita, quase um cavalo de pau? Perceberam o desgaste dos pneus do calhambeque

O livro *Cinquenta tons de cinza* é lançado e vira fenômeno editorial. Publicado no Brasil pela Intrínseca, venderia treze exemplares por minuto em dezembro.

AGOSTO

Inicia-se o julgamento do esquema de corrupção conhecido como mensalão. O julgamento seria o mais longo e complexo da história do Supremo Tribunal Federal até então e levaria à condenação de 37 réus, entre eles figurões do PT, como José Dirceu.

OUTUBRO

Hugo Chávez se reelege na Venezuela, mas, devido a um câncer avançado, seu futuro e o do país são cada vez mais incertos.

NOVEMBRO

Barack Obama é reeleito nos Estados Unidos.

CRESCIMENTO NO ANO: 1,9%
INFLAÇÃO NO ANO: 5,8%

na profissão: modelos e mais modelos, hipóteses, cenários, projeções. Contudo, para os praticantes da política monetária, sobretudo a do período pós-crise de 2008, a comunicação é um talento tão importante quanto as habilidades quantitativas. A boa comunicação e a revelação quase didática do que pensa o Banco Central em determinado momento são capazes de influenciar os mercados e os formadores de preços, de fazê-los crer que, à frente, as ações da autoridade monetária ajudarão a levar a inflação para a meta, a melhorar a atividade econômica. Isso é o que os economistas chamam de alterar as expectativas. A arte da política monetária está em mudar o que as pessoas pensam não apenas pela demonstração de competência técnica, como também por meio da arte da retórica.

Em janeiro de 2012, o FED tomaria uma decisão histórica. Seus diretores, orientados pelo organizador da coletânea e presidente da instituição, Ben Bernanke, passariam a publicar contos, tramas curtas, sobre a trajetória dos juros nos anos seguintes, numa tentativa de gerenciar as expectativas das empresas, dos consumidores e do mercado financeiro. A esperança era que, ao sinalizar um posicionamento monetário frouxo por um período prolongado, convencessem os empresários a investir, as famílias a consumir, os bancos a conceder crédito. Mas basear a política monetária apenas no manejo das expectativas é algo arriscado, já que é sempre difícil antecipar o que será um best-seller. Os críticos geralmente são implacáveis. O conto com ares de realismo fantástico das taxas de juros mantidas em zero até 2014, narrado na ocasião, teve recepção mista. O esforço de Bernanke para justificar a decisão recebeu aplausos tímidos dos mercados. Parecia que faltara o talento de um Jorge Luis Borges para dar vida à narrativa ou seduzir aqueles que não se rendem com tanta facilidade à fantasia.