



**Salário mínimo**

**R\$ 1.212**

Na sexta-feira

**R\$ 5,242**  
(+0,01%)

**Dólar**  
Últimas cotações (em R\$)

7/fevereiro	5,295
8/fevereiro	5,261
9/fevereiro	5,227
10/fevereiro	5,242

**Euro**  
Comercial, venda na sexta-feira

**R\$ 5,941**

**Capital de giro**  
Na sexta-feira

**6,76%**

**CDB**  
Prefixado 30 dias (ao ano)

**10,88%**

**Inflação**  
IPCA do IBGE (em %)

Setembro/2021	1,16
Outubro/2021	1,25
Novembro/2021	0,95
Dezembro/2021	0,73
Janeiro/2022	0,54

Carlos Vieira/CB/D.A.Press



vai fazer preço. Mas, neste momento, não. Notícias fiscais não muito animadoras, frente a uma questão geopolítica também potencialmente complicada, podem mudar tudo. Agora, o Brasil não foi o único país que se beneficiou dos ventos favoráveis provocados pelo Banco Central dos Estados Unidos. Bolsas de vários países da América Latina também subiram no mês de janeiro: Peru, Chile, Colômbia... Empresas do setor de commodities, que estavam operando com preços relativamente baixos, estão baratas, pagam dividendos, e o investidor está procurando esse pagamento de dividendos. O setor bancário também está operando muito barato. De novo, foi bom para o Brasil, mas não foi uma história explicitamente brasileira, porque afetou outros países também. Vale lembrar que 65% da Bovespa se encaixam nesse grupo de ações que, agora, entraram na moda e no gosto do investidor global.

**Esse tipo de investidor, no entanto, é arisco, e pode sair do Brasil a qualquer momento.**

De fato, ele está ciente de que a economia brasileira terá um crescimento muito baixo, que a inflação está alta, os juros subiram. O investidor não está ignorando isso, está diferenciando a foto do filme. A foto talvez seja negativa. O ano de 2022 pode ser recessivo, de inflação firme e de juros indo para cima de 12%. Essa foto é ruim. Mas, quando o investidor olha para frente e vê que, provavelmente, a inflação deve cair e que, em algum momento, os juros vão baixar, tem essa entrada de capital que pode ser positiva. A eleição talvez não esteja fazendo preço, podendo ser bom ou ruim, mas não sendo impeditiva de se fazer investimento. Quando o investidor olha para esse conjunto, há uma percepção de que parece que vai melhorar.

**Por quê?**

No Brasil, fazendo um contraponto com os Estados Unidos e, também, com a Europa, o país está no fim do ciclo de aperto monetário. E se o juro vai acabar em 12% ou 13%, eu não sei. É aquele ajuste fino de final de ciclo, que é muito difícil prever. Mas, de qualquer maneira, ninguém está prevendo que o Banco Central continue subindo os juros até o fim do ano. Vai demorar uma reunião a mais ou duas do Copom. Mas estamos no fim. E a inflação vai cair por causa desses juros altos. Já os Estados Unidos estão no começo desse processo. Por lá, a inflação está muito alta e a economia está crescendo 5%, mas vai crescer menos. Aqui, deve crescer perto de zero este ano, salvo engano. Ninguém, neste momento, está prevendo uma recessão profunda como a de 2015-2016. Vai ser, no máximo, uma recessão leve, e aí volta a ter algum crescimento econômico, até em função de uma eventual queda dos juros e da inflação. É como se nós estivéssemos no pior momento, mas isso implica que, batendo no fundo, deve ter uma melhora. Os ativos brasileiros estão mais baratos quando olhamos para a Bolsa e para o câmbio. É um filme que está melhorando. A foto está feita, mas o filme tende a melhorar com o mercado barato. O mercado norte-americano é quase um espelho. É um filme que tende a piorar com o início do aperto monetário, com o mercado extremamente caro. Aí, o investidor global olha para isso. É verdade que ele acabou carregando o mercado dos EUA para cima e empurrando o mercado brasileiro e outros emergentes para baixo. Agora, o gringo está aqui falando que foi demais e faz um movimento ao contrário: o mercado norte-americano vai ficar um pouco mais barato e o mercado brasileiro vai ficar um pouco mais caro, e vai ter um pouco mais de fluxo.

**Quando, efetivamente, as eleições vão entrar no radar dos investidores?**

Primeiro, acho que tem que definir as candidaturas. Obviamente, a grande novidade tem sido uma

articulação de uma possível candidatura de Geraldo Alckmin como vice de Lula. É uma surpresa, ninguém estava pensando nisso como possibilidade, até que surgiu como novidade. Mas ainda não foi confirmada, o primeiro passo é confirmar. A partir dessas confirmações, o mercado começa a precificar mais a eleição. Eu não acredito que a eleição esteja fazendo preço, nem para um lado, nem para outro.

**Na visão dos investidores, há chances de uma terceira via vigorar?**

Chance sempre tem. Mas, até agora, olhando para as pesquisas, nenhuma se destacou.

**Para os investidores, é melhor uma terceira via ou tanto faz?**

Não quero personalizar, fulanizar. O que o mercado gostaria de ver é estabilidade. Temos passado, até em função da pandemia, por um período de muitas mudanças, de muita volatilidade na economia e na política. Então, o que se quer é mais estabilidade, um processo mais ordenado e políticas conduzidas para o crescimento econômico. Se existe uma agenda comum que deveria unir todos nós é a de que, sem crescimento econômico, ninguém vai para frente.

**Sem crescimento econômico não tem inclusão social...**

E, também, não tem lucro para o empresário. Ninguém ganha. Estamos naquele jogo do perde-perde. O que todos queremos é um jogo ganha-ganha. Acho que podemos discutir vários pontos de política econômica, ter vários debates, mas já está comprovado que voltamos, talvez, a pensar que tem algum consenso ao redor da ideia de que tem que ter uma certa estabilidade fiscal, tem que ter uma regra fiscal, uma âncora fiscal. Não tem que ser o teto de gastos de 2016, mas também não pode ser nada. Só porque você não gosta do teto de gastos, e eu já fiz várias críticas desde a aprovação da regra, não implica que, agora, não deve haver nenhuma regra. Quem ganhar as eleições tem todo direito de mudar a regra via caminho legislativo normal, já que o teto está na Constituição. No Brasil, a Constituição tem mudado bastante, como a gente tem visto, mas acho que tem algumas coisas consensuais. Inflação baixa é bom, ninguém está gostando de inflação de 10%. Alguma regra fiscal é bom, tem que ter uma certa âncora. O mercado financeiro e o empresário querem ver uma certa convergência ao redor dessas pautas mínimas. É muito difícil argumentar contra elas. Tem gente que argumenta, obviamente. E quando o mercado olha, hoje, para o leque de candidaturas com mínima viabilidade, vê que tem um certo consenso ao redor disso, pelo menos. Por isso, acho que o mercado não está mostrando muito favoritismo a qualquer candidatura e não está fazendo muito preço.

**Mas o mercado não tem medo de Lula?**

O mercado não tem medo de ninguém neste momento.

**Independentemente do resultado das eleições, em 2023, vamos ter um país muito dividido, dada a polarização que vemos hoje. O senhor está vendo isso nos EUA após a disputa entre Biden e Trump, que deixou o país rachado. Até que ponto essa divisão está atrapalhando por lá e que problemas podem se repetir no Brasil?**

Nos Estados Unidos é um pouco diferente, porque tem um sistema bipartidário, basicamente. Lá, a divisão é um pouco 50% e 50% mesmo. O Brasil tem um sistema político com excesso de partidos. Biden tem enfrentado vários problemas. Ele descobriu aquilo que Dilma descobriu e que Bolsonaro talvez esteja, agora, começando a descobrir, que é o seguinte: inflação não ganha voto. Se olharmos para Biden, ele tem uma economia crescendo 5%, mercado de trabalho em pleno emprego, só que a

**Inflação baixa é bom, ninguém está gostando de inflação de 10%. Alguma regra fiscal também é bom, tem que ter uma certa âncora. O mercado e o empresariado querem ver uma certa convergência ao redor dessas pautas mínimas. É muito difícil argumentar contra elas"**

inflação está acima de 7,5% ao ano e ele está perdendo popularidade a cada pesquisa que é divulgada. E é muito provável, pelo menos neste momento, que os democratas vão perder tanto o controle da Câmara quanto do Senado.

**A inflação cobra seu preço?**

Inflação não dá voto. A classe política teima a aprender que medidas que podem até aumentar o gasto temporariamente, mas que acabam gerando um impacto inflacionário negativo, são ruins para, vamos dizer, o resultado político que eles querem. Aquela coisa do teto de gastos: eles mudaram o limite para aumentar o nível de gastos (com a PEC dos Precatórios). O dólar foi lá para cima, a expectativa de inflação e a inflação subiram, o Banco Central vai ter que aumentar os juros ainda mais. É muito difícil, a meu ver, argumentar que tudo isso vai resultar em um saldo político positivo. A experiência histórica e, agora, até comparando países e falando um pouco do Biden, mostram isso: inflação não dá voto. Se você quer ser um político popular e ser reeleito, controle a inflação.

**O atual Congresso está mais ajudando ou mais atrapalhando?**

Acho que a pauta legislativa é diferente de uma pauta do Executivo. Quando se tem gastos vindo do Congresso, normalmente, são direcionados a uma base política, que pode ser, muitas vezes, regional. E quando o eleitor vê um gasto na sua cidade, na sua região, ele gosta e tende a associar esse gasto como sendo algo positivo ao deputado que trouxe o recurso. Mas, se esse mesmo gasto, quando generalizado, acaba tendo um impacto macroeconômico negativo, isso é associado ao presidente. Aquele mesmo eleitor gosta daquele gasto, mas a inflação está em 10% e, vamos dizer, teve o impacto negativo, o presidente perde popularidade. O que muitas vezes não se entende é que não há um alinhamento automático de interesses entre essas duas pautas. Tem que ter um agente intermediário, que pode ser o próprio presidente, pode ser o ministro da Economia, enfim, tem que ter alguém olhando para essas duas dimensões da questão e trazer um certo equilíbrio entre elas. Obviamente, ter gasto na base é importante, e é até justificável. Tem que ter hospital, ponte, mas tem que ser um gasto que não gere um efeito negativo

macroeconômico que será debitado na conta do Executivo e do presidente. O eleitor olha e fala: se tem desemprego, baixo crescimento e inflação, a culpa é do presidente. O contrário também é verdade. Se tem baixa inflação, crescimento e muito emprego, o mérito é do presidente. E, quando ele olha para a cidade dele, é preferido e deputado fazendo obra...

**Por isso, gasto público tem que ser de qualidade...**

Tem que ser de qualidade, tem que ser do tamanho que não bague a macroeconomia. E, obviamente, isso muda. Tem período em que se pode gastar mais e tem período em que se tem que gastar menos. Por exemplo, olhando os últimos 20 anos, durante o boom de commodities entre 2003 e 2010, foi um período em que se teve muito crescimento, muita receita e dava para gastar muito. O problema na passagem para o governo Dilma foi que se acreditava que aquele crescimento econômico e de receita eram permanentes. O que se descobriu no primeiro mandato da Dilma, começando em 2011, um aprendizado duro e lento, foi que aquele crescimento de 4,5% na receita tributária não era permanente. Houve uma mudança de regime, a receita caiu, mas o nível de Orçamento ficou engessado ao redor daquilo que era supostamente permanente. E muito da história entre o primeiro mandato da Dilma até hoje foi de encolher — começando por Joaquim Levy (ex-ministro da Fazenda), passando pelo teto de gastos — o Orçamento para caber dentro do crescimento econômico. A boa notícia é que houve esse encolhimento. O déficit estrutural passou de 4,5% do PIB, em 2014, e, hoje, algumas estimativas apontam para 0,5% do PIB. Então, estamos muito perto de ter o equilíbrio fiscal. Foi feito um ajuste nos últimos anos, a duras penas.

**Mas esse ajuste foi feito por meio dos investimentos e não estrutural do ponto de vista de outros gastos obrigatórios...**

Tudo bem, você pode questionar a qualidade, mas o crescimento do gasto teve ajuste. O congelamento dos salários dos servidores por dois anos durante a pandemia foi positivo, porque mudou a base, que ficou menor. Mas, obviamente, se partir de agora, se forem repor tudo, aí o bolo cresce e vai ser uma decisão futura que deverá ser respondida pelo próximo presidente. Se, a partir de agora, for simplesmente expandir o bolo, será negativo, porque esse déficit estrutural, que está em 0,5%, volta a ser de 1%, 2%... O que deve ser feito é tornar esse ajuste mais estrutural, com uma reforma administrativa, e não um mero congelamento de salários. E, do outro lado, (é preciso) algum tipo de ajuste na questão tributária, que pode ser, num primeiro momento e temporariamente, um aumento de impostos, obviamente, distribuindo esse tipo de carga sobre quem pode pagar mais. Não é aumentar a carga tributária em cima do pobre. É o cara do andar de cima que pode pagar mais. Mas tem que fazer uma reforma do gasto para zerar o déficit estrutural, de forma sustentável. Temos a oportunidade de tornar esse ajuste estrutural. É uma escolha. Não estamos fadados a explodir de novo.

**Como assim?**

Podemos jogar seis anos de sacrifício por meio de um conjunto de más decisões ou podemos consolidar esse ajuste fazendo escolhas difíceis, ajudando do lado da receita e do lado do gasto, trabalhando os dois de tal maneira a tornar a percepção disso permanente. Aí, vamos colher benefícios em termos de queda na taxa de juros, uma melhor qualidade das despesas, fazer mais investimentos, e, por aí, ter crescimento econômico. Sem crescimento econômico não há solução para nada, volta o jogo perde-perde. No primeiro ano do governo Lula, foi possível fazer ajuste fiscal e, também, gastou-se mais dinheiro, porque foi um período de fartura que acabou não sendo permanente. Sei que muita gente critica a Dilma, eu também critiquei. Mas ela realmente enfrentou a queda estrutural daquela taxa de crescimento e muitas razões internas e externas que geraram o buraco fiscal. A história do ajuste fiscal começou com ela e Joaquim Levy. Eu não compro a narrativa de que foi tudo o teto de gastos. O Levy teve uma contribuição, o Nelson Barbosa (que assumiu depois), também. Desde lá até hoje, houve um processo, com idas e vindas, de fechar esse déficit que estava em 4,5% do PIB para 0,5%. As pessoas não percebem isso, com o pessimismo exagerado no país, porque os últimos 11 anos foram muito ruins, porque o quadro começou a desandar em 2011. Agora, estamos na boca do gol. Quem for o próximo presidente tem que simplesmente chutar a bola para dentro.

**Mas é possível crescer com o desarranjo fiscal contratado com PEC dos Precatórios e PEC dos Combustíveis, se for aprovada, além das pressões do funcionalismo por reajuste?**

É preciso fazer a reforma tributária e uma reforma administrativa. Casa uma com a outra para ter algum aumento de receita. O funcionalismo vai ter que ter aumento, mas tem uma questão demográfica no funcionalismo. Tem muita gente se aposentando que entrou durante a expansão do serviço público com a Constituição de 1988. Agora, não se tem de repor tanta gente. Podemos ter um funcionalismo menor, mas mais produtivo, trabalhando com novas tecnologias e com mais incentivo, com ganhos de eficiência, que acaba custando menos. Quando se olha para a massa que é gasta com funcionalismo em relação ao PIB, é possível fazer uma reforma administrativa repondo as vagas dos aposentados em uma nova estrutura. Não é gastar menos com o funcionalismo, mas aumentar a produtividade do serviço público brasileiro. Se fizer isso e uma



**É preciso fazer a reforma tributária e uma reforma administrativa. Casa uma com a outra para ter algum aumento de receita"**

reforma tributária, você dá o chute final para o gol.

**Mas que reforma tributária o senhor acha que precisa ser feita?**

Acho que o caminho é uma fusão das duas propostas que estão no Congresso, a da Câmara e a do Senado, bem pensada. Elas já estão lá. E não dá para fazer uma reforma tributária na porrada. Tem que ser estudado, debatido e trazer todos os agentes relevantes.

**A votação da reforma do Imposto de Renda do ministro Paulo Guedes, por exemplo, foi atropelada na Câmara...**

Foi uma coisa meio maluca. Quando todo mundo atropela, é uma m... Tem que fazer uma reforma bem pensada. Se funde as duas propostas do Congresso e fecha o déficit estrutural, o país pode voltar a crescer, os juros vão cair.

**Quais as suas previsões para o PIB deste ano e de 2023?**

Nossos economistas, hoje, não estão precificando nada disso mais positivo que eu estou falando, porque é tudo especulativo. Não sei se haverá essa reforma administrativa. Não sei se haverá reforma tributária. Não sei quem vai ganhar a eleição. A única coisa que a gente está precificando é o efeito desse aumento de juros. Então, a gente tem, de fato, a economia caindo 0,5% em 2023, depois de recuar 0,3% neste ano. Não estamos precificando reformas, nem eleições. É como no piloto automático com Selic indo para 12%.

**Por que tem tanta decepção com Bolsonaro?**

Eu prefiro não responder.

**Neste ano, tem espaço para alguma reforma?**

Não.

**E as PECs dos Combustíveis, o senhor acha que podem avançar?**

Parece que algo vai sair. Tem gente no Congresso e no Executivo trabalhando para isso.

**Qual é o maior desafio do próximo presidente?**

Consolidar os ganhos e sacrifícios que já foram feitos e se beneficiar. Podemos ter a fase positiva do sacrifício. Sabe aquela coisa do regime? Eu sofri, perdi peso e agora vou ter mais saúde. O país já fez muito regime. É preciso ter consciência que isso já foi feito e não demora muito. De novo, a bola está na frente do gol. Mas tem que ter um esforço final, senão a gente morre na praia. Foram 10 anos muito sacrificados. Se fizer besteira, joga tudo fora. O debate econômico deveria se nortear por isso. Estamos lá. E olhando para o leque de candidaturas, qualquer candidato que tenha essa noção, desde que faça isso, podemos ter um bom período. Mas tem que ter alguma regra fiscal, se é regra A, B ou C, isso é menos importante, desde que tenha uma regra fiscal crível. Ficar argumentando muito que não pode mudar a regra do teto e tem que manter até a morte, eu sempre fui contra isso. Pode mudar a regra, desde que seja outra que tenha um bom raciocínio. Há vários economistas falando sobre um gasto inicial em 2023. Não é o fim do mundo. Não tem nenhum problema, desde que haja uma regra que mantenha o controle dos gastos e da dívida pública. Não será o fim do mundo, mas os juros devem demorar para cair. Ou pode ter uma outra proposta de não aumentar o gasto extra e apostar na queda dos juros. Aí, você está apostando mais na política monetária do que na fiscal. É outro approach. Honestamente, sou um pouco indiferente. Vai depender muito do momento e da credibilidade da comunicação. Mas, desde que se tenha a consolidação fiscal e a priorização de reformas, o grande sacrifício que já foi feito nos levará a algo mais perene e sustentável.

**O Brasil está com uma imagem muito ruim lá fora. Vai mudar?**

Depende de nós.