

REUNIÃO DE CONJUNTURA

07/05/2018

Artigos de Conjuntura Local

A moeda do futuro (André Lara Rezende – 27/04/2018)	1
O Brasil é um país fechado ou um país protegido? (André Nassif – 03/05/2018).....	4
Fim do FGTS seria a decisão mais liberal (Nilson Teixeira – 02/05/2018).....	6
No Brasil da TLP (Fabio Giambiagi – 29/04/2018).....	8
É preciso cutucar os bancos (Luís Eduardo Assis – 30/04/2018)	10
As múltiplas faces da crise fiscal (Fernando Rezende – 29/04/2018).....	11
Debate econômico não progride sem entendimento dos números (Alexandre Schwartzman - 02/05/2018)	13



A moeda do futuro (André Lara Rezende – 27/04/2018)

André Lara Resende é economista.

* * *

A superação da crise de 2008 nas economias do hemisfério Norte e o desenvolvimento da tecnologia digital, sobretudo a tecnologia de arquivos descentralizados, conhecida como DLT, a partir do termo em inglês, "distributed ledger technology", levou a uma mudança dos temas predominantes na discussão sobre políticas monetárias. Afrouxamento quantitativo, taxas de juros negativas e outras formas heterodoxas de política monetária cederam espaço para a discussão sobre as implicações do avanço da tecnologia digital para o sistema financeiro e para a condução da política monetária. São questões altamente relevantes para o Brasil.

A inflação está sob controle, mas apesar de a taxa básica de juros ter se reduzido significativamente, o crédito continua escasso e caro. O alto custo do crédito é importante detrator do investimento, sem o qual não haverá crescimento sustentado. O crédito subsidiado, que durante tanto tempo prevaleceu no Brasil, sempre questionável, é hoje fiscalmente inviável. Esta foi a principal razão evocada para acabar com a taxa de juros subsidiada do BNDES. O país enfrenta uma gravíssima crise e o déficit das contas públicas não dá sinal de se reduzir na velocidade necessária. Ao contrário, tudo indica que sem reequilíbrio da Previdência a relação entre a dívida pública e a renda continuará a crescer. Fica difícil justificar o subsídio ao crédito. Além do mais, uma das possíveis explicações para as altas taxas de juros é o fato de que a política monetária aqui é pouco eficiente. Com empréstimos subsidiados, feitos a taxas de juros insensíveis à variação da taxa básica, o Banco Central seria obrigado a levar os juros a níveis muito mais altos do que o necessário, caso todo o sistema respondesse à taxa básica.

A tese faz sentido e já me pareceu mais relevante para explicar a ineficiência da política monetária no Brasil. Ocorre que após a crise financeira das economias desenvolvidas de 2008, os limites da política monetária, ou mais precisamente da política de juros, pois esta é apenas um dos elementos da atuação dos bancos centrais contemporâneos, foram explicitados. Enquanto aqui as taxas de juros são mantidas em níveis altos demais, nos países avançados, ameaçados de deflação, os juros esbarraram no seu limite inferior, o das taxas nulas. Os limites da política de juros, em condições de inflação muito alta ou muito baixa, têm dado margem a controvérsias e levado à revisão da macroeconomia. Não apenas no Brasil, mas em toda parte, a política de juros parece ter menor alcance e limites mais estreitos do que se supunha.

O cerne do problema está na evolução do sistema financeiro. Quanto mais sofisticado o sistema financeiro, mais líquidos são todos os tipos de ativos, o que faz com que a distinção entre moeda e crédito se torne menos relevante. Sistemas financeiros sofisticados são capazes de expandir e de destruir crédito e liquidez, sem depender dos bancos centrais, até que ocorra uma grande crise de confiança. Ao criar e destruir liquidez, independentemente da atuação da política de juros do Banco Central, o sistema financeiro torna a política de juros menos eficiente. Quanto mais sofisticado o sistema financeiro, menor é a vinculação entre a taxa de juros básica e a liquidez. Por isso, depois

da grande crise financeira de 2008, os bancos centrais foram obrigados a rever sua forma de atuar, com políticas que vão muito além da política de juros. A criação de liquidez através da recompra maciça de títulos, tanto públicos quanto privados, denominada de "quantitative easing", QE, é o exemplo mais importante do novo cardápio de medidas, denominadas de macroprudenciais, que passaram a fazer parte do arsenal de atuação das autoridades monetárias.

A nova forma de atuar dos bancos centrais explicitou a estreita vinculação entre as políticas monetária e fiscal. A política de juros do Banco Central é um importante determinante do custo da dívida pública, por isso as políticas monetária e fiscal nunca foram independentes. Desde a crise de 2008, os balanços dos bancos centrais cresceram tanto, que hoje representam parte expressiva da dívida pública consolidada. A política dos bancos centrais tem agora, mais do que nunca, expressivo impacto fiscal. A ainda mais estreita vinculação entre as políticas monetária e fiscal coincide com o avanço da tecnologia de pagamentos, que poderá vir a restringir ainda mais a eficácia da tradicional política de juros dos bancos centrais. O avanço da tecnologia sobre o sistema de pagamentos tem reduzido rapidamente o uso, e portanto a demanda, da moeda tradicional. Tanto a moeda-papel em circulação quanto as reservas bancárias no Banco Central, aquilo que se convencionou chamar de base monetária, estão a caminho, se não da extinção, da irrelevância.

Os novos sistemas de pagamentos eletrônicos, que atuam como plataformas alternativas ao sistema bancário, reduzem a necessidade de base monetária na economia, mas como só a moeda-papel ou as reservas no Banco Central servem como última instância de pagamento, não podem ainda prescindir do sistema bancário. Isso pode vir a mudar com a criação de uma criptomoeda descentralizada emitida pelos bancos centrais, ou mesmo com a generalização das moedas virtuais privadas. A primeira e a mais conhecida das criptomoedas privadas, o bitcoin, não é uma verdadeira moeda. A altíssima volatilidade do valor do bitcoin, assim como o das inúmeras criptomoedas que hoje pipocam por toda parte, não permite que os preços sejam cotados nessas ditas criptomoedas. Enquanto tiverem altíssima volatilidade, não servirão de referência para cotação de preços, nem como unidade de conta. Por isso, são tecnicamente denominadas de criptoativos financeiros. Não são moedas, mas ativos financeiros digitais criptografados.

A grande contribuição do bitcoin foi a tecnologia, verdadeiramente revolucionária, por trás dele: o blockchain. Com o blockchain, cuja denominação genérica hoje é DLT, é possível transferir a propriedade de ativos - assim como de qualquer documento - de forma descentralizada. As implicações disso poderão ser tão revolucionárias quanto foi a internet, que permitiu a divulgação descentralizada da informação. Um sistema de pagamentos baseado em DLT dispensará tanto a custódia quanto a liquidação centralizada e revolucionará o funcionamento do sistema de pagamentos. Quanto ao papel que poderá vir a desempenhar as criptomoedas digitais de emissão privada, não há consenso. A grande maioria dos analistas, entre os quais me incluo, acredita que se trata de um modismo que alimenta uma bolha especulativa que, ao menos por enquanto, não oferece perigo. Curiosamente, pode-se perceber que há uma clivagem geracional na

avaliação das criptomoedas; os mais jovens são bem menos céticos quanto ao seu futuro. Independentemente de como se avalia as criptomoedas privadas, o fato é que a tecnologia e o extraordinário interesse despertado por elas levaram a um reexame de algumas questões básicas. Há hoje uma renovada discussão sobre o que é a moeda, se podem existir boas e más moedas, qual o sistema de pagamentos mais eficiente e qual o papel dos bancos centrais.

Quando se procura definir a moeda, suas três propriedades clássicas, ser unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor, são imediatamente lembradas. São funções clássicas da moeda, mas não definição do que é a moeda. Das muitas tentativas de definir a moeda, a que me parece mais abrangente e fecunda é aquela que vê a moeda como um sistema de registro de débitos e créditos, acessível de forma eficiente e segura para todos, que desfruta de credibilidade pública. A moeda é uma convenção que tem credibilidade. Como toda convenção, está sujeita a evoluir com a mudança dos usos e costumes das instituições e da tecnologia. A moeda contemporânea está em fase de rápida evolução. Existe hoje um grande número de formas alternativas da moeda, que podem ser classificadas segundo quatro características básicas:

- 1 - Emissor público ou privado.
- 2 - Existência física ou eletrônica.
- 3 - Acesso generalizado ou restrito.
- 4 - Transferência e registro centralizados ou descentralizados.

Alguns exemplos ajudam a entender a classificação. A moeda-papel tem emissor público, é física, de acesso irrestrito e tem transferência descentralizada. As reservas bancárias nos bancos centrais têm emissor público, são eletrônicas, têm acesso restrito aos bancos e transferência centralizada. As atuais chamadas criptomoedas, como o bitcoin, têm emissores privados, são eletrônicas, têm acesso irrestrito e são transferidas de forma descentralizada através de DLT.

As criptomoedas privadas de hoje têm problemas demais para virem a se tornar predominantes. A alta volatilidade, o risco cibernético e sobretudo o custo energético do processo de "mineração" fazem com que elas ainda não constituam ameaça para as moedas oficiais, mas o interesse que despertaram é indicação de que esta possibilidade não pode ser integralmente descartada. Moedas de emissão privada foram comuns na história. A tentação dos emissores de reduzir o seu conteúdo metálico em relação ao seu valor de face, num processo conhecido na literatura como "debasement", foi sempre uma ameaça à sua credibilidade. A questão é que também as moedas oficiais, emitidas pelos Estados nacionais, nunca estiveram livres do risco de debasement. Com o tempo, o lastro metálico das moedas desapareceu, e a moeda se tornou totalmente fiduciária. Sua credibilidade está baseada na confiança de que o emissor não irá abusar do seu poder de "seignorage" e que o Banco Central garantirá a relativa estabilidade do seu poder de compra. A credibilidade da moeda fiduciária depende da percepção de que o Banco Central está protegido de pressões políticas espúrias e que tem competência para garantir a estabilidade do sistema de pagamentos.

À medida que a moeda e o sistema de pagamentos evoluem, também a atuação dos bancos centrais deve evoluir. No passado os bancos de depósitos, precursores dos

bancos centrais, deveriam garantir o lastro metálico de suas moedas. Com a consolidação das moedas exclusivamente fiduciárias, passou-se a acreditar que a boa política monetária deveria estar baseada em uma regra quantitativa para a emissão de moeda, baseada na Teoria Quantitativa da Moeda. Desde o início deste século, as metas quantitativas foram abandonadas e os bancos centrais passaram a utilizar uma regra para a taxa básica de juros, associadas a metas para a inflação. A evolução tecnológica dos sistemas de pagamentos será um novo desafio para os bancos centrais.

Nos últimos anos, vários bancos centrais, inclusive o Fed americano, passaram a utilizar depósitos remunerados para o sistema bancário, como instrumento de controle da liquidez. No Brasil, já há um projeto em andamento para autorizar sua utilização pelo Banco Central. Atentos à rápida evolução tecnológica, os bancos centrais estudam também a possibilidade de emissão de uma moeda digital, que poderá vir a substituir a moeda-papel. A chamada moeda digital dos bancos centrais, ou CBDC do inglês, assim como o papel-moeda, seria transferida de forma descentralizada, peer-to-peer, através da DLT. A combinação de depósitos remunerados no Banco Central, não apenas para os bancos comerciais, mas para todas as chamadas instituições de pagamento, inclusive as novas fintechs, instituições financeiras que utilizam exclusivamente plataformas digitais, revolucionará o sistema de pagamentos. Os ganhos de eficiência serão enormes. Os pagamentos e as transferências passarão a ser imediatos, em tempo real, a partir dos celulares. Os absurdos prazos para liquidação, assim como os altíssimos custos do sistema, hoje no Brasil, serão significativamente reduzidos.

O alto custo do crédito no Brasil é problema conhecido e amplamente debatido. O alto custo de sistema de pagamentos é menos visível, mas tão grave quanto o do crédito. Há hoje consciência de que a concentração bancária se tornou excessiva. A revolução digital, se bem entendida e aproveitada pelas autoridades monetárias, se encarregará de reverter a concentração e aumentar a eficiência do sistema.

Fonte: REZENDE, André. A moeda do futuro. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/cultura/5486571/moeda-do-futuro>> Acesso em 03 de Maio de 2018

O Brasil é um país fechado ou um país protegido? (André Nassif – 03/05/2018)

André Nassif, doutor em economia pelo Instituto de Economia da UFRJ. É professor-adjunto de economia internacional da Universidade Federal Fluminense (UFF) e do MBA em Comércio Exterior da Fundação Getúlio Vargas e economista do BNDES.

* * *

Recentemente, voltou à baila o debate sobre a conveniência de uma nova rodada de liberalização comercial unilateral da economia brasileira. Argumenta-se que uma maior exposição da economia doméstica à concorrência internacional seria fundamental para impulsionar o crescimento da produtividade agregada, que se encontra estagnada há

duas décadas. Em artigos recentes na imprensa, diversos analistas pontuaram que a economia brasileira é não somente fechada ao comércio global, mas também fortemente protegida da concorrência externa. Como grau de abertura e proteção comercial não são o mesmo conceito, a fim de orientar a estratégia mais conveniente de política comercial a ser perseguida, convém examinar se o Brasil é realmente fechado, muito protegido ou ambas as coisas.

Como mostra a Tabela, mesmo que se considere o tamanho do país e a longa estagnação da economia brasileira, o Brasil é um país extremamente fechado em comparação a todos os demais, tanto pela participação das exportações como das importações de bens e serviços em relação ao PIB. Entretanto, não se pode afirmar que o Brasil é extremamente protegido, uma vez que a tarifa média incidente sobre os produtos importados é inferior à da Índia, um país em desenvolvimento similar, e à da Coreia do Sul, um país desenvolvido. E o desvio-padrão, relativamente baixo, só é superior ao da China, indicando reduzida dispersão das demais linhas tarifárias em relação à tarifa média aplicada.

Entretanto, ter um nível de proteção médio próximo ao adotado por economias similares não significa que a estrutura de proteção da economia brasileira não contenha distorções. Observe que a tarifa média aplicada pelo Brasil aos bens manufaturados é significativamente superior à dos demais países mencionados. E não apenas a tarifa mediana aplicada no Brasil (14%) é bastante superior à dos Brics e à da Coreia do Sul, mas também em 27% do universo tarifário são aplicadas tarifas de pico definidas pela Organização Mundial do Comércio - OMC (acima de 15%). Essa prática sugere que o governo tem respondido, de forma ad hoc, às pressões protecionistas de varejo, em vez de utilizar a tarifa aduaneira com um instrumento estratégico de política industrial.

Os dados sugerem ser legítima a defesa de uma nova rodada de liberalização comercial unilateral da economia brasileira, mas não que esta deva ser efetivada por meio de uma redução linear de todas as linhas tarifárias, como defendem os ultraliberais. Segundo Castilho e Miranda (2017)¹, a proteção efetiva, resultante da tarifa aplicada ao setor e aos insumos nele utilizados, é exageradamente elevada nos setores automotivo (65%, contra uma tarifa nominal de 29,7%) e de vestuário (39,9%, contra uma tarifa nominal de 32,7%).

Esses resultados mostram que o problema do Brasil são os níveis exagerados de proteção nominal conferidos a alguns setores. No caso de bens de capital, a tarifa nominal média varia entre 8,6% (equipamentos de informática) e 31,9% (caminhões e ônibus), ao passo que no de bens intermediários, entre 5,6% (produtos químicos) e 13,8% (borracha e plástico). No setor de máquinas e equipamentos, mesmo que se argumente que diversos itens já são isentos da tarifa de importação quando há evidências de ausência de similar nacional (os ex-tarifários), o fato é que quem decide é o burocrata de plantão em consulta às associações da indústria.

Uma nova rodada de liberalização comercial no Brasil é, portanto, mais do que justificada, porém respeitando-se o princípio da escalada tarifária em níveis moderados. A revisão da estrutura de proteção é prioritária nos setores em que a tarifa média vigente é significativamente superior à de países em desenvolvimento similares ao Brasil, com

destaque para os bens de capital, bens intermediários e automotivo. No caso de bens de capital, deveriam ser extintos os ex-tarifários, zerando-se as alíquotas de importação dos equipamentos de fronteira tecnológica, cuja produção potencial ou efetiva é inexistente no Brasil, e reduzindo-se as alíquotas dos demais para níveis considerados satisfatórios para conferir-lhes proteção durante o tempo estritamente necessário para alcançar capacidade competitiva nos mercados internacionais.

Medidas de liberalização semelhantes deveriam ser aplicadas aos bens intermediários. Relativamente ao setor automotivo, depois da liberalização comercial, em 1990, a tarifa externa comum (TEC) do Mercosul incidente sobre a importação vem sendo mantida em 35%. Como não faz sentido perpetuar os elevados níveis de proteção para o setor, urge negociar junto ao Mercosul reduções graduais da TEC, como forma de expor o setor à concorrência externa. Uma economia mais aberta não significa necessariamente uma economia totalmente desprotegida.

É preciso ressaltar, porém, que tanto programas de liberalização comercial como políticas industriais voltadas para acelerar o desenvolvimento econômico só são eficazes se, e somente se, a moeda brasileira não estiver sobrevalorizada em relação a uma cesta de moedas de parceiros relevantes. Como mostra a experiência internacional, liberalização comercial e política industrial eficientes dependem de que a taxa de câmbio real seja mantida ligeiramente subvalorizada e em níveis estáveis.

Fonte: NASSIF, André. O Brasil é um país fechado ou um país protegido?. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/5498695/o-brasil-e-um-pais-fechado-ou-um-pais-protégido>> Acesso em 03 de Maio de 2018

Fim do FGTS seria a decisão mais liberal (Nilson Teixeira – 02/05/2018)

Nilson Teixeira, Ph.D. em economia pela Universidade da Pensilvânia

* * *

Eu já discuti o tema do FGTS diversas vezes neste espaço. Minhas críticas ultrapassam as questões da má utilização dos recursos, da perda de valor dos depósitos em termos reais, do erro de manter o FI-FGTS e do equívoco de uma eventual transferência da gestão da Caixa para outras instituições. Do mesmo modo, essas críticas são mais profundas do que o fato de que mesmo os usos mais meritórios do fundo desvirtuam o seu objetivo inicial de criar uma poupança para o caso de demissões sem justa causa. Meu questionamento principal é sobre a própria existência do FGTS.

Os recursos do fundo têm sido utilizados nos últimos anos para outros fins, além do financiamento habitacional (R\$ 269 bilhões em setembro de 2017 - dados da Superintendência Nacional do FGTS) e da infraestrutura e saneamento básico (R\$ 34 bilhões). Por exemplo, o governo passou a utilizar o saldo do fundo para subsidiar o programa Minha Casa Minha Vida, em substituição aos recursos orçamentários. Do mesmo modo, em 2016, o Congresso aprovou o uso de 10% do saldo e da totalidade da multa de 40% do FGTS como garantia do crédito consignado para empregados do setor privado. Ambas as decisões são distorções adicionais.

A política mais acertada do atual governo - coincidentemente uma das mais bem avaliadas - foi a autorização, em 2017, do saque das contas inativas até dezembro de 2015, totalizando R\$ 44 bilhões. Apesar desse sucesso, surgiram diferentes propostas, mesmo entre os candidatos à presidência que se intitulam liberais, que mantêm a tutela dos trabalhadores e o direcionamento dos recursos do FGTS.

Ao contrário de ampliar a liberação dos recursos, alguns defendem que os depósitos no FGTS sejam utilizados como contribuição em contas individuais de um novo sistema de previdência complementar compulsório. Apesar dessas contas serem um instrumento adequado de estímulo à poupança, discordo de políticas que criam regras não discricionárias.

Uma outra proposta é a de igualar a remuneração das contas do FGTS à TLP. Essa decisão exigiria a alteração do uso dos recursos do fundo, com recuo expressivo da concessão de subsídios. Os subsídios para aquisição de imóveis totalizam R\$ 68 bilhões desde 1998, sendo o Programa Minha Casa Minha Vida responsável por R\$ 51 bilhões desde 2009 (R\$ 8,5 bilhões em 2017). A manutenção dos subsídios e a garantia de remuneração similar à TLP demandariam que parte dos ativos fosse aplicada em investimentos de risco bem maior do que o dos títulos públicos ou que houvesse um recuo contínuo do patrimônio líquido do fundo. Isso não parece adequado.

Uma proposta efetivamente liberal seria a completa extinção do FGTS, com saque do saldo de todas as contas. Segundo o balancete de setembro de 2017, os depósitos vinculados eram de R\$ 375 bilhões e os títulos públicos e operações compromissadas totalizavam R\$ 109 bilhões naquela data. Assim, o desembolso imediato poderia ser expressivo, superando os saques das contas inativas em 2017, sem gerar problemas de liquidez no fundo. Nesse caso, o justo seria iniciar as retiradas pelas contas dos trabalhadores com salários mais baixos. Essa devolução selaria o fim da tutela do Estado no que se refere à imposição de formação de uma poupança forçada pelos trabalhadores do setor privado.

Aprovada a extinção do FGTS, a outra questão seria como utilizar a contribuição do empregador de 8% do salário dos trabalhadores. Uma das alternativas seria a transferência desses valores para os depositantes, aumentando os salários brutos em 8% e a massa salarial em valor similar à arrecadação bruta do FGTS (R\$ 124 bilhões em 2017). O impacto imediato na economia seria menor, pois o acúmulo líquido do fundo tem recuado gradualmente (R\$ 10 bilhões em 2016). Mesmo assim, essa decisão estabeleceria o livre-arbítrio sobre o uso dos recursos, seja para o pagamento de dívidas, a elevação do consumo ou a construção de poupança de longo prazo. Uma segunda opção seria a redução do custo da folha de pagamentos para os empregadores. Isso diminuiria o custo das empresas, contribuindo para o aumento de sua lucratividade e a redução de preços na economia. Uma combinação de ambas seria outra alternativa.

A extinção do fundo e a devolução dos saldos de todas as contas sofreriam oposição de vários grupos beneficiados pelas atuais políticas. Uma das argumentações contrárias seria a de que o fim do FGTS poderia reduzir os recursos disponíveis para programas do governo, dado que o seu orçamento alcança valores significativos (R\$ 76 bilhões em 2017 - 80% realizados). Apesar de alguns desses programas serem positivos,

a concessão de subsídios com recursos do FGTS é uma distorção injustificável, pois não cabe aos trabalhadores formais do setor privado subvencionar esses programas. Outra argumentação seria a de que o saque das contas elevaria fortemente o consumo e a inflação. Não obstante, a estratégia correta para evitar esses efeitos não é a de manter mecanismos de poupança obrigatória e sim estimular a formação de poupança de maneira voluntária pela sociedade, por meio de uma ampla campanha institucional do governo.

Em suma, o debate sobre o FGTS é urgente. Os investimentos públicos em projetos sociais de qualidade são indispensáveis para elevar o bem-estar da população. No entanto, o correto é custear esses programas com verbas do orçamento federal e não do FGTS. O caminho mais acertado para o FGTS é a sua extinção. Reconheço, porém, que essa proposta, por ora, é vista como extrema e não tem apoio no Congresso. Um passo menor, mas ainda relevante, seria o de autorizar o saque dos depósitos até uma determinada data nas contas ativas dos trabalhadores mais pobres. Uma proposta dessa natureza, menos radical do que a extinção do FGTS, teria forte apoio da sociedade e dos parlamentares. Portanto, há muito espaço para avançar em uma agenda genuinamente liberal. Basta querer!

Fonte: TEIXEIRA, Nilson. Fim do FGTS seria a decisão mais liberal. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5495391/fim-do-fgts-seria-decisao-mais-liberal> > Acesso em: 03 de Maio de 2018

No Brasil da TLP (Fabio Giambiagi – 29/04/2018)

Fabio Giambiagi é economista pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro e mestre em Ciências Econômicas pela UFRJ.

* * *

Ao longo de 2017 houve um intenso debate acerca da adoção da Taxa de Longo Prazo (TLP) em substituição à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). Nesse debate, assumi um lado: fui, desde o início, a favor da proposta de a necessidade da nova taxa convergir com as taxas de mercado e defendi o argumento quando compareci à Comissão Mista que discutiu a Medida Provisória 777. Tendo amigos próximos em ambos os lados do debate, entretanto, e dada a alta voltagem do tema, evitei me expor em demasia, para não prejudicar a capacidade de diálogo com os participantes da controvérsia.

Agora a TLP é uma realidade e com o fim da TJLP para novas operações surge no radar um novo debate, em relação aos bancos de desenvolvimento. Há três atitudes sobre isso.

A primeira é considerar que tais bancos não se justificam. Sendo funcionário do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), não sou neutro para opinar acerca do tema. Trata-se de um ponto de vista que respeito, mas não compartilho. Pode haver espaço para esse tipo de instituições, mesmo num país com juros baixos. O

fato de haver algumas delas em economias estáveis sugere que esse espaço existe e pode ser bem explorado.

A segunda atitude é considerar que existem falhas de mercado que justificam o papel do BNDES. Duas questões merecem especial atenção: 1) As micro, pequenas e médias empresas, em relação às quais há restrições de acesso e que ensejam a atuação de um intermediário que empreste para aqueles que teriam dificuldades de obter recursos no mercado ou só o fariam a taxas elevadas; e 2) a infraestrutura, cuja demanda por financiamento é de tal magnitude e por prazos tão elevados que torna importante a presença de um agente que cumpra as funções de provedor de parte do funding requerido pelos projetos, membro do sindicato constituído para tal e, eventualmente, agente coordenador.

Há outras questões, como o desenvolvimento do mercado de capitais; a transformação dos modelos de negócio empresariais; a contribuição para a maior inserção global do País; a melhora da educação e das condições de saúde e segurança pública; a participação parcial no financiamento às exportações; o estímulo à inovação e ao empreendedorismo; o apoio às ações ligadas à sustentabilidade; e os objetivos ligados ao desenvolvimento regional, que também se inserem no rol de atividades de um banco de fomento. Para quem defende essas ideias – e me incluo nesse grupo – vale o bordão de que “chegou a hora de essa gente mostrar o seu valor”, com base na expertise do corpo técnico.

A vida será mais difícil para instituições desse tipo, em relação aos tempos da hiperinflação ou dos juros reais de 10% ao ano. Não há, porém, como negar que, para a minha geração, que hoje tem mais de 50 anos, ter inflação baixa e uma taxa de juros (Selic) real de 3% é o que nós sonhamos durante três décadas. Se isso representa um desafio para o BNDES, que seja aceito, mostrando a sua capacidade de adaptação aos novos tempos.

A terceira atitude é considerar que o que está acontecendo é parte de uma estratégia para acabar com o BNDES; reclamar contra as autoridades, atuais ou antigas, que endereçaram essa agenda; e torcer para que o novo governo em 2019 revogue a lei que instituiu a TLP. Trata-se de uma estratégia suicida. Primeiro, porque põe o BNDES de costas para a sociedade. Segundo, porque conduz à paralisia nos próximos meses, justamente um período importante para a redefinição da atuação da instituição, à luz da reflexão estratégica na qual ela está envolvida. Equivale a que um paciente que sofreu uma cirurgia após a qual precisa de fisioterapia reeducativa se recuse a fazê-la, à espera de tempos melhores. Há um timing requerido para certas ações, depois do qual os efeitos não serão os mesmos. E terceiro, porque, uma vez estabelecida a nova taxa, está longe de ser claro que incentivos teria o próximo governo para enviar ao Congresso uma proposta que diminuiria a remuneração do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT).

Aos poucos vão sendo recriadas as condições para que o País retome o crescimento. Hoje é razoável vislumbrar um crescimento da ordem de 2,5% em 2018, com condições de a taxa aumentar posteriormente, uma vez dissipada a incerteza acerca das políticas a serem adotadas a partir de 2019. Nesse contexto, o investimento terá de aumentar substancialmente em relação aos níveis paupérrimos da variável registrados em

2017, e é razoável imaginar que haverá uma demanda maior por recursos de longo prazo, dos quais o BNDES continuará sendo um provedor-chave. Com o investimento passando dos 15,6% do produto interno bruto (PIB) de 2017 para os desejados 20% a 21% do PIB no futuro, há espaço para todos, incluindo tanto o BNDES como um mercado de capitais pujante.

Com a inovação da chegada da TLP, a instituição se defronta com uma nova realidade. Ao contrário do que aconteceu até 1994, nos 20 anos prévios de alta inflação, ou nos mais de 20 anos posteriores, de taxas de juros reais elevadas – exceção feita a situações artificiais de curta duração, como durante parte do governo Dilma –, esperemos não ter mais nem alta inflação, nem juros reais elevados. Isto posto, o tempo dos empréstimos bilionários do BNDES, estimulados por recursos do Tesouro, acabou.

Considerando que os desembolsos do banco voltaram aos níveis relativos do começo da estabilização, a discussão que se coloca é qual o tamanho da instituição, de modo a poder desempenhar apropriadamente as suas funções, privilegiando a sua inserção em atividades nas quais existam lacunas no sistema financeiro e identificando formas de atuação que se coadunem com o seu papel de banco de desenvolvimento. O êxito de instituições como o KfW alemão e outras agências do gênero indica que há um road map promissor a seguir. É esse o caminho que o BNDES deverá trilhar nos próximos anos.

Fonte: GIAMBIAGI, Fabio. No Brasil da TLP. Disponível em: <<http://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,no-brasil-da-tlp,70002287810>> Acesso em: 03 de Maio de 2018

É preciso cutucar os bancos (Luís Eduardo Assis – 30/04/2018)

Luís Eduardo Assis é economista. Foi diretor de Política Monetária do Banco Central e professor da PUC-SP e FGV-SP

* * *

O governo não conseguiu votar recentemente o projeto de lei complementar sobre o cadastro positivo de consumidores. Alguém lembrará que já temos no Brasil um cadastro positivo. A diferença é que este projeto tornaria obrigatória a participação neste registro. Hoje, a inclusão depende de autorização expressa, o que no jargão se chama de opt-in. A novidade do projeto é inverter a ordem e exigir a manifestação formal de quem não quer participar (opt-out). Faz diferença? Faz muita diferença. R. Thaler, Prêmio Nobel de Economia em 2017, escreveu um livro fascinante com C. Sunstein sobre economia comportamental (Nudge, que pode ser traduzido como cutucão em português), que explica por que esta diferença pode ser significativa. Basta lembrar o resultado de mudanças similares. A Espanha, por exemplo, alterou o sistema de doação de órgãos e passou a exigir uma declaração das pessoas que não autorizam a doação. Hoje, o país é líder em transplante. No Reino Unido, o governo determinou a adesão automática de todos os empregados do setor privado a fundos de pensão, exceto no caso de

manifestação contrária. O número de participantes saltou de 2,7 milhões naquele ano para 7,7 milhões em 2016.

Não há dúvida que o cadastro positivo com inclusão automática aumentará enormemente a quantidade de informações disponíveis. Com acesso a mais informações, os bancos poderão avaliar de forma mais acurada o risco de crédito. Os bons pagadores serão reconhecidos e poderão ser premiados com limites mais altos e taxas mais baixas. Para os que já estão negativados, nada muda e a vida continua difícil.

Para os caloteiros em potencial, a disponibilidade de mais informações tornará a vida pior. Terão de pagar taxas maiores e, em muitos casos, simplesmente não terão acesso ao crédito. Como os bancos operam hoje com dados insuficientes, tudo funciona como se houvesse um subsídio cruzado: os bons pagadores pagam mais do que deveriam e assim financiam o acesso ao crédito de pagadores com maior probabilidade de inadimplência. No país da meia-entrada, talvez alguém encontre argumentos para defender este subsídio, mas do ponto de vista macroeconômico não há dúvidas de que a sociedade como um todo ganha com a aprovação deste projeto.

O risco é de que esta eficiência adicional seja apropriada pelos próprios bancos e de que a queda dos juros não seja significativa. O que levaria os bancos a repassarem a seus clientes a vantagem de uma aferição menos aproximada do risco de crédito? A concorrência. Mas sabemos todos que o sistema bancário, com o beneplácito do Banco Central, se concentrou muito nos últimos anos e esta é uma das razões pelas quais os juros na ponta do tomador não caíram tanto quanto a Selic.

Para estimular a concorrência, o Banco Central poderia se inspirar nos nudges analisados por Thaler e Sunstein e cutucar os bancos. Poderia exigir, por exemplo, que os bancos tornassem disponíveis mensalmente extratos padronizados que registrassem exatamente quanto cada cliente paga em cada produto. As pessoas ficariam surpresas ao saber o valor mensal, em reais, que pagam ao banco. Ao mesmo tempo, a autoridade monetária também poderia simplificar a troca de bancos instituindo um formulário-padrão fácil de ser preenchido. Como não sabemos quanto pagamos e como é difícil mudar de banco, acabamos vencidos pela inércia, do que resulta a manutenção da conta por muitos anos na mesma instituição. Se trocar de carro fosse tão difícil quanto encerrar uma conta, estaríamos ainda andando de Monza. Promover a concorrência é sempre saudável. Ganhamos todos se os bancos forem cutucados.

Fonte: ASSIS, Luís. É preciso cutucar os bancos. Disponível em: <<http://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,e-preciso-cutucar-os-bancos,70002289303>> Acesso em 03 de Maio de 2018

As múltiplas faces da crise fiscal (Fernando Rezende – 29/04/2018)

Economista, professor da Escla Brasileira de administração pública e de Empresas da FGV. Foi presidente do Ipea.

* * *

A recuperação da economia e a melhoria das perspectivas de crescimento para os dois próximos anos concorrem para aliviar as preocupações dos responsáveis pela administração das contas públicas, com respeito às possibilidades de cumprimento das metas fiscais. Mas a pergunta que não quer calar é qual é a chance de sustentar o crescimento na ausência de providências para corrigir os desequilíbrios estruturais que se acumularam nas três décadas posteriores à vigência do texto constitucional promulgado em 1988.

No processo de elaboração da nova Constituição, o princípio da escassez foi ignorado com a desmesurada ampliação das responsabilidades do Estado, sem que a devida atenção fosse dispensada à recomposição das condições requeridas para assegurar o equilíbrio no exercício dessas responsabilidades.

A única mudança importante introduzida na legislação orçamentária com potencial para evitar o desastre, materializada na introdução da Lei de Diretrizes Orçamentárias, foi logo abandonada por não despertar a atenção das autoridades governamentais nem dos principais grupos de interesses que estavam bem representados nos trabalhos da Constituinte. Em decorrência, o desdobramento dos fatos que se seguiram aos primeiros momentos posteriores à vigência dos novos dispositivos constitucionais foi determinado pelas particularidades do novo regime de financiamento do Estado e pelo modelo de gestão fiscal adotado em meados dos anos 1980, e reforçado no final dessa década, para evitar a prematura falência do Plano Real.

A rigidez da despesa é a face mais visível da crise fiscal, mas está longe de ser a única. Por ser a que ganhou destaque, ela contribuiu para as deformações que se formaram nas outras faces dessa crise, que se referem ao desequilíbrio na capacidade de atendimento dos direitos sociais inscritos na Constituição, à multiplicação dos conflitos federativos e aos prejuízos que a má qualidade do regime de financiamento do Estado traz para a economia.

O foco numa de suas faces direcionou as atenções à busca de meios para mitigar seus efeitos, que foram ficando cada vez menos eficazes à medida que o problema se tornava mais acentuado e as terapias aplicadas se revelavam impotentes para corrigir as deformações. Com a perspectiva de iminente colapso, surge a oportunidade de buscar outro caminho para tratar do problema, mediante a análise das inter-relações dos diversos componentes que concorreram para seu progressivo agravamento, de modo a formar um novo entendimento sobre os procedimentos a serem adotados para o encaminhamento de uma solução definitiva para ele.

Para tanto é preciso reconhecer que o equilíbrio no exercício das responsabilidades do Estado depende de um orçamento que reúna os recursos necessários para o seu financiamento, de regras que organizem o processo de alocação dos recursos aos gastos requeridos para executar as ações necessárias em cada caso e de um modelo de gestão orçamentária que trate de garantir o equilíbrio orçamentário tanto no plano agregado das receitas e despesas quanto no tocante ao atendimento das distintas responsabilidades a ele cometidas pela Constituição. Num regime federativo, o equilíbrio orçamentário também depende de como as responsabilidades e os recursos necessários para exercê-las são repartidos entre os entes federados.

No nosso caso, uma regra fundamental foi quebrada. A alocação dos recursos não se dá no processo orçamentário, sendo predeterminada pelas particularidades do regime de financiamento vigente, que se manifestam na criação de um regime próprio para o financiamento de parte das responsabilidades do Estado amparadas na chamada seguridade social, na vinculação constitucional de alguns tributos ou da totalidade da receita tributária a gastos específicos, na multiplicação de direitos individuais regulados por normas determinadas exogenamente ao processo de alocação das despesas e na busca incessante de outros meios para garantir acesso preferencial à pequena parcela das receitas orçamentárias que ainda resta para ser alocada.

A resultante rigidez do gasto, que foi se acentuando ao longo do tempo, e a recorrente necessidade de lidar com crises econômicas, num contexto de acentuada fragilidade fiscal, levaram ao progressivo reforço de um modelo de gestão fiscal orientado exclusivamente pela busca de meios para evitar o descumprimento da meta fiscal, deixando de lado as implicações desse fato para o crescente desequilíbrio nas prioridades orçamentárias e para a criação de um ambiente hostil à eficiência e eficácia na gestão das políticas públicas relevantes para o futuro da Nação.

Adicionalmente, a contínua dependência de aumento nos tributos federais vinculados à seguridade social para atender, ainda que parcialmente, às necessidades de cumprir as metas para o resultado primário das contas públicas promoveu a recentralização da carga tributária e das decisões sobre as principais políticas públicas, com a conseqüente ampliação dos desequilíbrios e dos conflitos federativos e das dificuldades para equacionar a crise fiscal que se abate sobre os entes federados.

As múltiplas faces da crise fiscal demandam uma agenda de reformas que trate simultaneamente das interdependências apontadas. Não cabe tratar separadamente cada uma delas, como se fossem independentes. Dado que o principal responsável pela rigidez da despesa é o regime de financiamento do orçamento, não é possível ignorar a importância da reforma tributária para corrigir esse problema e abrir espaço para que o modelo de gestão orçamentária passe a levar em conta a necessidade de reduzir os desequilíbrios nas prioridades da Nação, de modo a recriar as condições necessárias ao equilíbrio federativo e à eficiência da gestão pública.

Fonte: REZENDE, Fernando. As múltiplas faces da crise fiscal. Disponível em: <<http://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,as-multiplas-faces-da-crise-fiscal,70002287816> > Acesso em 03 de Maio de 2018

Debate econômico não progride sem entendimento dos números (Alexandre Schwartzman - 02/05/2018)

Alexandre Schwartzman é ex-diretor de Assuntos Internacionais do BC, é doutor em economia pela Universidade da Califórnia.

* * *

Quando falamos do mercado de trabalho no Brasil, há números para todos os gostos: a taxa de desemprego, que havia caído para 11,8% em dezembro, subiu para 13,1% em março, culpa, claro, da reforma trabalhista.

Por outro lado, houve criação de 195 mil postos de trabalho formal no primeiro trimestre do ano, prova inequívoca de que a reforma trabalhista teve resultados extraordinariamente positivos. Onde está a verdade?

Ora (direis), se buscamos a verdade nos dados, é preciso entendê-los. A começar porque, como escrevi uns meses atrás, o comportamento do mercado de trabalho não é uniforme ao longo do ano, o que, aliás, é uma característica de quase tudo o que interessa na economia.

Não tenho dúvida, por exemplo, de que ririam de quem afirmasse que a economia estava “bombando” no fim do ano passado porque as vendas no varejo em dezembro cresceram 23% na comparação com novembro (“e o Natal, cara-pálida?”) ou de quem tomasse a queda de quase 11% da produção industrial no mesmo intervalo como evidência de uma profunda recessão em curso (“e o Natal, cara-pálida?”).

Fato óbvio, mas negligenciado quando se fala do mercado de trabalho, é que há um comportamento sazonal visível nas variáveis econômicas: vendas crescem no Natal, a produção industrial cai durante o Carnaval e, no caso do emprego e do desemprego, as coisas não são diferentes.

Tipicamente a taxa de desemprego sobe de dezembro a março e aí cai gradualmente para atingir o menor nível do ano em dezembro, quando então reinicia o ciclo.

Processo semelhante ocorre com a criação de vagas com carteira, exceto que, por questões de registro, é em dezembro que costuma haver forte queda do emprego formal, mesmo em anos de grande expansão (em 2010, por exemplo, ano em que foram criados mais de 2 milhões de postos, houve retração de 400 mil em dezembro).

Há duas formas de lidar com o problema. Ou comparamos sempre com o mesmo mês do ano anterior (e perdemos a informação do que ocorreu no meio do caminho) ou fazemos o que se convencionou chamar de ajuste sazonal, isto é, “limpamos” por meios estatísticos as flutuações puramente sazonais, o que nos permite concentrar no comportamento “real” da série.

No caso, o desemprego de 13,1% em março deste ano compara-se a 13,7% no mesmo mês de 2017, redução de 487 mil no número de desempregados.

Já fazendo o ajuste sazonal notamos que o desemprego atingiu um pico de 12,9% no primeiro trimestre de 2017, caiu para 12,8% no segundo trimestre, 12,6% no terceiro, registrou um leve aumento para 12,7% no quarto e voltou a cair para 12,3% no primeiro trimestre deste ano.

Da mesma forma, a geração de empregos formais foi negativa até o terceiro trimestre do ano passado, voltando a terreno positivo no quarto trimestre (134 mil postos) e no começo deste ano (106 mil).

Houve, portanto, redução modesta do desemprego desde o começo de 2017 e retomada, também moderada, das contratações formais, esta última, fenômeno mais recente,

desenvolvimentos que reforçam a percepção de uma economia que se recupera lentamente.

A propósito, nada disso guarda qualquer relação com a reforma trabalhista, cujos efeitos só devem se materializar em prazos bem mais longos, mas serve para ilustrar como o debate econômico não progride se não houver um pouco mais de entendimento dos números e um pouco menos de desonestidade por parte de alguns analistas.

Fonte: SCHWARTSMAN, Alexandre Debate econômico não progride sem entendimento dos números. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/alexandreschwartzman/2018/05/debate-economico-nao-progride-sem-entendimento-dos-numeros.shtml>> Acesso em 03 de Maio de 2018

DISCLAIMER

O presente material é meramente informativo, genérico e não configura consultoria, oferta, solicitação de oferta, ou recomendação para a compra ou venda de qualquer investimento, instrumento ou produto específico em qualquer jurisdição ou mercado, nacional ou internacional. Embora as informações e opiniões aqui expressas tenham sido obtidas de fontes confiáveis e de boa fé quando da publicação, estas não foram independentemente conferidas ou validadas e nenhuma declaração ou garantia, expressa ou implícita, é feita a respeito da exatidão, fidelidade e/ou totalidade das informações. A Pragma Gestão de Patrimônio Ltda (“Pragma”) não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos e as informações, opiniões e valores indicados estão sujeitas a alteração, reprocessamento e/ou reprecificação sem aviso prévio. As matérias, artigos, relatos e entrevistas contidos neste documento e em seus anexos são de exclusiva responsabilidade do autor, não representando ideias, opiniões, pensamentos ou qualquer forma de posicionamento da Pragma. Este documento não pode, sob qualquer forma ou pretexto, ser utilizado, divulgado, alterado, impresso ou copiado, total ou parcialmente, sem prévia autorização da Pragma tampouco poderá ser divulgado ou utilizado por qualquer pessoa ou entidade em qualquer jurisdição ou país onde sua divulgação ou uso seja contrário às leis ou regulamentos vigentes ou em que o recipiente do documento não esteja qualificado a agir, ou para qualquer pessoa cuja jurisdição possa considerar ilegal a divulgação de informações, serviços, opiniões ou análises deste material. Informações adicionais poderão ser obtidas mediante solicitação.