

REUNIÃO DE CONJUNTURA

21/05/2018

Artigos de Conjuntura Local

Volatilidade do Câmbio dificulta a Decisão do Copom (Marcelo Kfoury – 15/05/2018).....	1
Paladino de governo para ricos (Marcio Pochmann – 17/05/2018).....	2
Regulação das fintechs promove a inovação (Daniel Alvarenga – 16/05/2018)	4
<i>A falta de transparência fiscal (Pedro Cavalcanti Ferreira e Renato Fragelli Cardoso – 16/05/2018).....</i>	<i>6</i>
Dilemas monetários e metas de inflação (Ricardo Barboza – 15/05/2018).....	8
Reforma do ensino superior (Roberto Macedo – 17/05/2018)	10
Queda da Selic e repasse a empréstimos bancários (Christiano Arrigoni e Alexandre Espirito Santo – 17/05/2018).....	12

Volatilidade do Câmbio dificulta a Decisão do Copom (Marcelo Kfoury – 15/05/2018)

Professor e Coordenador do Centro Macro-Brasil da FGV-EESP

* * *

Durante os 11 anos em que fui economista-chefe do Citi, o momento mais crítico com o qual me deparava era a véspera da reunião do Copom, quando tínhamos que dar o vaticínio sobre a decisão dos membros da autoridade monetária. No caso, o importante era acertar o que eles iriam fazer, não necessariamente minha opinião sobre o que deveria ser feito. Uma das vantagens de minha nova posição é que agora posso reafirmar o que deveria ser feito e não preciso adivinhar a decisão. Portanto, essa semana aparentemente ocorrerá mais uma divergência entre o que ocorrerá e o que deveria ocorrer. Pois o mercado precifica 60% de chance de novo corte, mas se eu estivesse lá recomendaria pelo fim do ciclo.

Há duas razões primordiais para o Copom continuar o processo de flexibilização da taxa de juros:

- A inflação e as projeções de inflação estão muito bem-comportadas. Desde julho do ano passado, a inflação acumulada em doze meses está abaixo de 3% (nos doze meses encerrados em março totalizou 2,76%). Sendo assim, o Focus continua seguidamente reduzindo as expectativas de 2018. As próprias projeções que o Banco Central deve divulgar na ata tanto para esse ano como para o próximo devem estar ao redor de 4%. Obviamente uma das razões para a inflação estar tão baixa é a própria recuperação ter perdido tração, o que significa no dialeto macroeconômico, que a economia está com hiato aberto, e então o crescimento econômico não pressiona a inflação no curto e médio prazo;
- O próprio Copom, seguindo uma política de antecipar os próprios movimentos (“forward guidance”) avisou o mercado que iria cortar na reunião de maio e só pararia o ciclo em junho. Claramente, o Copom tinha a intenção de interromper o ciclo quando os juros estavam em 6,75%, mas foi desautorizado pelos dados, tendo que continuar cortando mais 25bps, alegando que os cortes nos juros eram para que a inflação subisse. Em março, as projeções de inflação estavam ficando recorrentemente abaixo do centro da meta. O mercado está agora majoritariamente esperando outro corte no dia 16 de maio, porque o BCB assim sinalizou.

Porém houve uma mudança significativa do contexto internacional com o fim da bonança internacional em relação aos emergentes, que deve ser analisada cuidadosamente. Desde meados de abril, a economia internacional mudou, havendo uma re-precificação dos juros nos Estados Unidos. Aqui enfatizo a elevação dos juros de 10 anos, que estavam em 2,45% a.a no início do ano e agora estão ao redor de 3% a.a. Mesmo a curva de dois anos alcançou, pela primeira vez em dez anos, o patamar de 2,5% a.a, impulsionada, entre outras coisas, pela subida do preço do petróleo. As moedas dos principais países emergentes (Rússia, Turquia, Polônia, África do Sul) se enfraqueceram em linha e os riscos medidos pelos CDS subiram em cerca de 20%.

Alguém poderia salientar, se é um fenômeno mundial, que o BCB só deveria mudar o curso da política monetária no caso de uma desvalorização que contaminasse as projeções de inflação. Porém, a minha argumentação é que houve uma mudança de cenário. A própria autoridade monetária tem argumentado recorrentemente que um dos riscos seria o fim da situação internacional favorável aos mercados emergentes. Segundo a última ata do Copom, redigida no fim de março, a frustração com a descontinuidade das reformas fiscais pode ser agravada com a mudança na situação internacional: “Esse risco se intensifica no caso de (iii) reversão do corrente cenário externo favorável para economias emergentes.”

A situação atual está me lembrando o que vivemos em 2002, quando na véspera de uma eleição bastante imprevisível no Brasil houve o contágio da crise argentina com o final do plano de convertibilidade. É óbvio que as situações são diferentes sobre muitos ângulos, mas com certeza, o mercado está testando o peso argentino, que já se desvalorizou do início do ano até o dia 14/05 cerca de 20% contra o dólar. A última coisa que queremos agora é importar um ataque especulativo da Argentina. Além disso, seria mais pragmático não cortar os juros, num momento em que o Banco Central está vendendo dólares nos mercados futuros, através de operações conhecidas como swaps.

Resumindo, se aplicarmos ao pé da letra o manual de metas para inflação, o BCB seria recomendado a continuar o ciclo de corte, pois a projeção de inflação de 2018 ainda está confortavelmente abaixo da meta e ligeiramente em 2019, mas dado o que tem acontecido no mercado internacional, não vejo ganho adicional em cortar mais 25bps a Selic.

Fonte: KFOURY, Marcelo. Volatilidade do Câmbio dificulta a Decisão do Copom. Disponível em: < <http://economia.estadao.com.br/blogs/mosaico-de-economia/volatilidade-do-cambio-dificulta-a-decisao-do-copom/> > Acesso em 17 de Maio de 2018

Paladino de governo para ricos (Marcio Pochmann – 17/05/2018)

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas e ex-presidente do Ipea (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada) entre 2007 e 2012 (governos Lula e Dilma)

* * *

Após dois anos de gravíssima recessão, a economia brasileira encontra-se em ritmo de estagnação, com anomalias próprias de um capitalismo controlado por equivocados receituários neoliberais.

Em sua nova versão desde o desastre dos anos de 1990 em administrar as finanças públicas, com dívida líquida saltando de 30% para 60% do PIB entre 1995 e 2002, a atual equipe "dos sonhos do mercado financeiro" do governo Temer teima em fracassar duplamente.

De um lado, o neoliberalismo adotado voltou-se ao ataque dos direitos sociais, promovendo o desmonte das políticas públicas, com a retirada dos pobres do orçamento governamental e o rebaixamento do investimento ao menor patamar das últimas cinco décadas.

O resultado tem sido o desemprego mais abrangente, o colapso da classe média assalariada, o empobrecimento da população e o mais assustador: o dramático aumento de famílias miseráveis.

O Brasil caminha para se tornar novamente aquele país em que o sonho do mais pobre é garantir ao menos três refeições na mesa de casa.

Mesmo assim, o endividamento público cresce vertiginosamente, gerando desorganização nas finanças governamentais. Quando a presidente Dilma foi arbitrariamente retirada, a Dívida Líquida Consolidada do Setor Público, que era de 39,2% em maio de 2016, passou a equivaler, em fevereiro de 2018, a 52% do PIB.

De outro lado, a inegável incapacidade do neoliberalismo de permitir a retomada sustentada do crescimento econômico. No dia 24 de junho de 2016 (1 mês e 11 dias após o afastamento da presidenta Dilma), por exemplo, uma nota do Ministério da Fazenda de Henrique Meirelles definia o seguinte:

"A situação do Brasil é de solidez e segurança porque os fundamentos são robustos. O país tem expressivo volume de reservas internacionais e o ingresso de investimento direto estrangeiro tem sido suficiente para financiar as transações correntes. As condições de financiamento da dívida pública brasileira permanecem sólidas neste momento de volatilidade nos mercados financeiros em função de eventos externos."

E continuava: "O Tesouro Nacional conta com amplo colchão de liquidez. A dívida pública federal é composta majoritariamente de títulos denominados em reais Além disso, o governo anunciou medidas fiscais estruturantes de longo prazo. A recente melhora nos indicadores de confiança e na percepção de risco do país reflete essas ações. Nesse contexto, o Brasil está preparado para atravessar com segurança períodos de instabilidade externa."

Os dois anos de governo Temer indicam que —ao contrário do conjunto da sociedade— são fundamentalmente os bancos que acumulam lucros extraordinários (os três maiores bancos privados tiveram lucro líquido de R\$ 53,8 bilhões em 2017, 15% superior ao de 2016).

Na mesma marcha, destaca-se o conjunto dos rentistas, que absorveu R\$ 401 bilhões (6,1% do PIB) do orçamento público somente no ano passado.

É nessa perspectiva que ideólogos como Samuel Pessôa disputam, entre outros, a acirrada posição de paladinos do governo para ricos.

Assumem, como na época da Inquisição, a condição de julgadores que definem o que é o "certo", desqualificando colegas, distorcendo argumentos e posando de falsa moral acadêmica.

Não importa que apenas cinco bilionários detenham patrimônio equivalente ao ganho da metade mais pobre dos brasileiros, tampouco reconhecer que, no país, ser rico é muito mais do que igual situação na França. O que vale mesmo é propagar o

irresponsável ideário neoliberal e distorcer a realidade, sempre em defesa do governo para os ricos no Brasil.

Fonte: POCHMAN, Márcio. Paladino de governo para ricos. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2018/05/marcio-pochmann-paladino-de-governo-para-ricos.shtml>> Acesso em 17 de Maio de 2018

Regulação das fintechs promove a inovação (Daniel Alvarenga – 16/05/2018)

Daniel H. C. Alvarenga é sócio de Noronha Advogados, no departamento Bancário e Securitário, especializado em "International Investment Law" pelo King's College London e em Estruturas e Operações Empresariais pela FGV-Direito.

* * *

A Resolução 4.656/2018 que regulamentou a atuação das fintechs de crédito no Brasil, aprovada em 26 de abril pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), abre as portas do setor bancário, altamente concentrado no Brasil, para que empresas de tecnologia financeira ofereçam produtos e serviços financeiros no mercado de crédito. Hoje, fintechs de crédito já operam no mercado financeiro, porém sempre por intermédio de instituição financeira regulada pelo Banco Central (BC).

Com a nova regulamentação foram criadas duas espécies de instituições financeiras com modelo de negócio distintos. São elas: Sociedade de Crédito Direto (SCD), que realizará operações de crédito apenas utilizando recursos financeiros próprios, e Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), que realizará operações de crédito apenas como intermediadora financeira sem reter riscos ou utilizar recursos próprios, conhecida no mercado por "peer-to-peer lending". Ambas as instituições, após aprovação do BC, estarão autorizadas a operar, somente, por meio de plataforma eletrônica.

A mencionada Resolução 4.656/2.018 tem grande potencial para fazer os juros bancários caírem e intensificar a oferta de empréstimos e financiamentos com taxas menores, ampliando a concorrência com os grandes bancos que atualmente dominam o mercado.

Se comparada com a minuta inicialmente divulgada em agosto de 2017 pelo BC, a nova minuta aprovada pelo CMN que deu origem a Resolução 4.656/2.018 é mais clara, facilitou o processo de autorização das fintechs de crédito perante o BC e também descreveu com maior detalhe como os fundos de investimento poderão colaborar e interagir com estas empresas de tecnologia. Na minuta aprovada pelo CMN foram excluídas a entrevista técnica e a necessidade de indicação de "profissional tecnicamente capacitado" para acompanhar o processo de autorização perante o BC, ambas exigências constavam na minuta anteriormente disponibilizada pelo BC através de edital de consulta pública nº 55/2.017.

De acordo com a nova Resolução 4.656/2.018, o procedimento de autorização perante o BC é o mesmo tanto para a Sociedade de Crédito Direto (SCD) como para a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Ambas deverão ser constituídas sob a forma de sociedade anônima com capital social de no mínimo R\$ 1 milhão. Para que o pedido de autorização seja analisado pelo BC, a resolução determina que seja apresentada pela fintech de crédito "justificativa fundamentada", que na prática é um plano de negócios, no qual deverá constar as seguintes informações sobre o empreendimento: 1 - indicação dos serviços a serem prestados e eventual interesse em emitir moeda eletrônica; 2 - público alvo; 3 - oportunidades de mercado que justificam o empreendimento; 4 - diferenciais competitivos e; 5 - sistemas e recursos tecnológicos a serem utilizados.

Além da "justificativa fundamentada", o requerimento a ser apresentado ao BC deverá conter: 1 - identificação das pessoas que compõe o grupo econômico; 2 - identificação do grupo de controle ou de detentores de participação qualificada; 3 - informações relacionadas ao fundo de investimento, quando este participar do grupo de controle; 4 - comprovação da origem dos recursos financeiros utilizados no empreendimento; 5 - demonstração de capacidade econômico-financeira compatíveis com o plano indicado na "justificativa fundamentada" e por fim; 6 - autorização assinada pelos principais integrantes da fintech permitindo ao BC e a Receita Federal o fornecimento de informações bancárias e fiscais destas pessoas para que tais dados integrem o processo de autorização.

No processo de autorização o BC avaliará além dos documentos mencionados, se foram observados requisitos operacionais e prudenciais, proporcionais e compatíveis com o porte e perfil da fintech.

Com relação aos fundos de investimento, de acordo com a Resolução 4.656/2.018, eles poderão integrar o grupo econômico que terá influência na gestão da SCD ou da SEP de duas formas: através do "grupo de controle", isto é, quando o fundo detiver direitos de sócio correspondentes à maioria do capital votante ou; por meio de "participação qualificada", ou seja, quando o fundo detiver participação, direta ou indireta equivalente a 15% (quinze por cento) ou mais das ações representativas do capital social da SCD ou da SEP.

A Resolução 4.656/2.018 veda expressamente ao administrador e ao gestor do fundo de investimento que vier a fazer parte do grupo de controle ou detiver participação qualificada que exerçam cargos em órgãos de administração nas respectivas instituições (SCD ou SEP).

Ainda com relação aos fundos de investimento, a resolução permite que a SCD venda ou ceda seus créditos, originados na plataforma eletrônica, para fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDCs) cujas cotas sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados. A venda ou cessão dos direitos creditórios da SCD também poderá ocorrer para instituições financeiras e para companhias securitizadoras.

A resolução autoriza também aos FIDCs a operarem como credores na plataforma da Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP), desde que as cotas dos FIDCs sejam destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

Além de trazer maior segurança jurídica para credores e tomadores de créditos, a Resolução 4.656/2.018 também trará maior previsibilidade para investidores nacionais e estrangeiros que tenham interesse em investir nas fintechs de crédito brasileiras.

Para as fintechs os investimentos são essenciais para que elas possam ser mais competitivas, ganhar escala, atender mais clientes e desenvolver novos produtos tecnológicos, promovendo assim a inovação e estimulando a participação de novos participantes no mercado financeiro. A nova regra tem aplicação imediata, possibilitando às empresas interessadas darem início ao processo de autorização.

Fonte: ALVARENGA, Daniel. Regulação das fintechs promove a inovação. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5527377/regulacao-das-fintechs-promove-inovacao>> Acesso em: 17 de Maio de 2018

A falta de transparência fiscal (Pedro Cavalcanti Ferreira e Renato Fragelli Cardoso – 16/05/2018)

Pedro Cavalcanti Ferreira é professor da EPGE-FGV e diretor da FGV Crescimento e Desenvolvimento

Renato Fragelli Cardoso é professor da EPGE-FGV

* * *

Foi preciso uma crise profunda para que a necessidade de um verdadeiro ajuste fiscal fosse finalmente reconhecida, pelo menos entre os presidenciáveis com alguma chance de chegar ao Planalto. Mas será preciso maior transparência na distribuição da carga tributária para convencer os eleitores de que são eles quem custeiam o Estado gigantesco atual.

De acordo com entrevistas dadas à imprensa pelos assessores econômicos dos principais candidatos à Presidência da República, já há consenso quanto à necessidade de um ajuste fiscal, visto como pré-condição para a retomada do crescimento. Persistem divergências sobre a forma de implantar o ajuste, bem como sobre temas envolvendo regime cambial, política industrial, abertura da economia, para citar apenas os mais debatidos. Mas a inevitabilidade do ajuste fiscal parece ideia consolidada.

Entre as fontes de desajuste fiscal, os assessores elencam as eternas vilãs de sempre: benefícios previdenciários completamente desalinhados daquilo que se observa em países com perfil etário semelhante ao brasileiro; excessivas vinculações de despesas a receitas orçamentárias, instituídas em 1988, refletindo prioridades de três décadas atrás, que beneficiam grupos mal identificados; isenções e renúncias tributárias - elevadas do patamar de 2% do PIB para 4% após a crise de 2008 - concedidas a lobbies organizados; subsídios distribuídos a esmo sem nenhuma avaliação da relação entre seu (elevado) custo e (incerto) benefício.

Mas como se alcançará apoio político para enfrentar a resistência às reformas elencadas acima, quando o contribuinte sequer sabe quanto está pagando para sustentá-las?

Um velho tema conhecido dos economistas, mas não tanto por pessoas com outras formações, é a diferença entre a incidência jurídica de um imposto e sua incidência econômica. O legislador define quem é legalmente responsável pelo pagamento do imposto, mas o mercado consegue dividi-lo entre comprador e vendedor, de acordo com a capacidade que cada lado tem para escapar do tributo.

No caso de um imposto sobre venda ao consumidor incidente (juridicamente) sobre a empresa vendedora, por exemplo, parte do custo é repassado aos compradores. Isso ocorre mesmo em mercados perfeitamente competitivos, onde nenhuma empresa isoladamente tem poder de mercado para fixar o preço. Basta que o imposto incida sobre todas as empresas, pois em resposta ao novo tributo, cada empresa retrai sua oferta, com consequente elevação do preço de venda de mercado.

A resistência da sociedade a aceitar a reforma da previdência se deve muito à falta de transparência sobre quem é efetivamente onerado pelo seu sustento. O caso mais exemplar é o do trabalhador do setor formal com carteira assinada. Ele lê no seu contracheque o valor de sua contribuição ao INSS, mas não enxerga a parcela paga pelo empregador, embora esta seja subtraída de seu salário, no momento da negociação salarial.

Para cada R\$ 100 de salário recebido pelo trabalhador, seu empregador transfere adicionalmente R\$ 4,50 ao governo - sendo R\$ 20 ao INSS, R\$ 8 de depósito no FGTS, e outros R\$ 6,50 em penduricalhos como Incra, Sesi, Sesc, Senac, RAT, PIS, etc. No caso de um trabalhador que receba exatamente o salário médio de mercado (R\$ 2.112), sua alíquota de contribuição pessoal ao INSS é de 9% e não há pagamento de IRPF. Ele recebe liquidamente R\$ 1.921,92 ($=0,91 \times 2.121$), que somados ao seu crédito no FGTS atinge R\$ 2.090,88. Mas o custo total de seu emprego é de R\$ 2.840,64 ($1,345 \times 2.121$). Conclui-se que o trabalhador fica com uma fração de somente 73,6% do que precisa produzir para garantir seu emprego.

Se esse trabalhador soubesse quanto ele é efetivamente onerado, provavelmente passaria a apoiar a reforma da previdência. Pensemos em uma mudança hipotética. Uma simples mudança na forma jurídica, mas não no conteúdo econômico, da tributação sobre o trabalho, permitiria ao trabalhador enxergar quanto do produto de seu esforço é transferido ao governo. Quatro determinações precisariam ser adotadas: 1ª as empresas seriam isentas de qualquer contribuição sobre a folha salarial; 2ª as empresas elevariam compulsoriamente o salário nominal dos seus trabalhadores em montante exatamente igual ao economizado pela medida anterior; 3ª os trabalhadores sofreriam aumento de tributação em montante idêntico ao recebido a mais de salário e 4ª as empresas recolheriam na fonte o aumento de tributação sobre os novos salários.

O conjunto das quatro determinações acima em nada alteraria o funcionamento do mercado de trabalho e da economia. Afinal, o custo total do trabalho para as empresas seria preservado, a remuneração (líquida de tributos) do trabalhador permaneceria a mesma e a arrecadação do governo não se alteraria. A única mudança seria na

transparência de custos, pois o trabalhador passaria a ver mensalmente quanto paga para sustentar uma previdência absolutamente fora dos padrões internacionais.

Medidas semelhantes destinadas a elevar a transparência tributária são o caminho para se conscientizar o trabalhador/eleitor da necessidade das reformas há tanto tempo adiadas. Ao contrário do que ocorre em vários países desenvolvidos, as notas fiscais no Brasil não discriminam o imposto. Se isso fosse feito, todos ficariam sabendo que em muitos casos (e.g., gasolina e automóveis) o custo do imposto é próximo ou maior que todos os outros custos somados. Dessa forma, ficaria claro não só quem é o responsável final pelo pagamento do imposto, mas também se chamaria a atenção para o cipoal de impostos e taxas incidentes sobre bens e serviços que distorcem fortemente a atividade econômica e prejudicam o crescimento do país.

Fonte: FERREIRA, Pedro; CARDOSO, Renato. A falta de transparência fiscal. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5527381/falta-de-transparencia-fiscal>> Acesso em: 17 de Maio de 2018

Dilemas monetários e metas de inflação (Ricardo Barboza – 15/05/2018)

Ricardo de Menezes Barboza é economista do Grupo de Conjuntura Econômica do IE-UFRJ, mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio e professor colaborador do Instituto Coppead.

* * *

Alan Blinder é um dos maiores especialistas em política monetária no planeta. Seu último artigo no Wall Street Journal levanta três perguntas que todo Banco Central deveria estar apto a responder. Primeiro, o estado corrente da economia prescreve política monetária expansionista ou contracionista? Segundo, a política monetária está efetivamente estimulando ou contraindo a economia? Terceiro, se o Banco Central mudar a taxa de juros, o que deve acontecer com a atividade e com a inflação?

Se um Banco Central não é capaz de responder a essas três perguntas, ele estará em maus lençóis. Na visão de Blinder, essa é precisamente a posição do Banco Central americano hoje. Na minha visão, essa discussão cai como uma luva também para os dilemas do nosso Banco Central. Senão, vejamos.

Começando pela primeira pergunta, os economistas costumam respondê-la por meio da comparação da inflação com a meta e do PIB efetivo com o PIB potencial. A inflação corrente está bem abaixo e a inflação esperada levemente abaixo da meta. Já sobre o hiato do produto, qual seria o seu tamanho?

Segundo um simples filtro estatístico, o hiato seria de -3% na última leitura disponível. Segundo cálculo do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), o hiato seria de -4,4%. Segundo cálculos de Bráulio Borges, pesquisador do Ibre/FGV, o hiato estaria em -5,2%. Segundo os cálculos da Instituição Fiscal independente (IFI), o hiato seria de -7,2%. Segundo os cálculos do Banco Central, nada sabemos a respeito, pois, ao contrário do Federal Reserve, que divulga uma estimativa de taxa natural de desemprego (equivalente do produto potencial), nenhuma informação aqui é divulgada.

Há poucas dúvidas, portanto, que o produto corrente se encontra abaixo do potencial. A questão é o tamanho dessa ociosidade. Se ela for muito grande, isso deveria provocar forças desinflacionárias adicionais em uma economia cuja inflação se encontra abaixo do piso do intervalo de tolerância do regime de metas. Nesse cenário, caberia ao Banco Central realizar estímulos monetários adicionais para aquecer o nível de atividade. Mas o que significa dar estímulos monetários?

Entramos na segunda questão de Alan Blinder. A Selic está em 6,5%, mas para saber se este nível de juro estimula a economia, precisamos proceder em duas etapas. Primeiro, calcular a taxa real de juros, que desconta da taxa Selic a inflação esperada. Segundo, analisar a distância entre o juro real e a taxa de juros neutra (ou estrutural) da economia. Se a taxa de juros real se encontra abaixo da taxa neutra, a política monetária exerce um efeito estimulativo na economia.

A taxa real de juros está um pouco abaixo de 2,5%. A taxa neutra, por sua vez, é uma incógnita. Primeiro, porque ela é uma variável não observável (ou latente no jargão da estatística). Segundo, porque é variante no tempo, ou seja, flutua ao sabor da dinâmica de seus elementos determinantes. Terceiro, porque seus elementos determinantes estão em processo de ajuste no Brasil. Por exemplo, as políticas fiscais e parafiscais recentemente em curso têm efeitos baixistas sobre o juro neutro.

Segundo estimativas que fiz com meu colega Maurício Furtado, a taxa real de juros teria ficado abaixo da taxa neutra somente a partir de setembro de 2017. Coincidência ou não, neste mesmo mês o Banco Central passou a mencionar o seguinte parágrafo nas atas do Copom: "O Comitê entende que a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural". Essas estimativas, aliás, conversam com a pesquisa conduzida pelo Banco Central em 2017, junto a 82 instituições participantes do Focus, que apontavam uma taxa neutra entre 4% e 5%.

Mas, como dito anteriormente, a taxa neutra pode ser hoje substancialmente menor do que as estimativas mais usuais indicam e a política monetária pode não estar sendo tão estimulativa quanto se imagina. As diversas surpresas negativas tanto na atividade quanto na inflação sugerem que essa hipótese não é absurda. O gráfico, por exemplo, mostra que nos últimos 20 meses, o Banco Central observou um IPCA abaixo de sua própria projeção em um total de 19 vezes.

Passando para a última pergunta, quando o BC reduz a taxa Selic (tal como vem fazendo desde outubro de 2016), deveríamos esperar que a atividade aquecesse e que a inflação aumentasse. Mas, tal como argumentei em artigo recente no Valor, a política monetária pode estar operando com potência reduzida, por razões diversas. O nível de incerteza é elevado, o mercado de crédito não está operando como se esperaria e a estrutura a termo tem forte inclinação. Além disso, há questões relacionadas à alavancagem das empresas e setores ainda afetados pela Operação Lava-Jato, que impedem um maior embalo da atividade (e da inflação), tal como mostraram Gilberto Borça Jr e Letícia Magalhães em artigo recente no Valor.

Diante disso, não é cristalino que o Banco Central deveria interromper o processo de queda da Selic em 6,25% com a inflação ainda tão abaixo da meta e com núcleos cadentes. É verdade que o câmbio tem colocado novos temperos nesta discussão, mas

numa economia com forte ociosidade e com um Banco Central crível, o repasse deve ser baixo. Por fim, ainda que não saibamos qual o verdadeiro tamanho do hiato e nem onde está a taxa neutra, sabemos que estamos errando sistematicamente previsões, mesmo para prazos muito curtos, onde há muito mais informação disponível.

Dentro do balanço dos riscos que hoje existem - e não são poucos -, talvez o mais relevante seja a possibilidade de uma inadequada interrupção do processo de flexibilização monetária. A meta de 2017 já foi perdida e a de 2018 está bem distante. Que pelo menos em 2019 a gente alcance o objetivo.

Fonte: BARBOZA, Ricardo. Dilemas monetários e metas de inflação. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5524523/dilemas-monetarios-e-metas-de-inflacao>> Acesso em 17 de Maio de 2018

Reforma do ensino superior (Roberto Macedo – 17/05/2018)

Economista (UFMG, USP E HARVARD), consultor econômico de Ensino Superior

* * *

Fala-se muito das deficiências do ensino básico (infantil, fundamental e médio) no Brasil, mas muito menos das do ensino superior. São pessoas deste último nível que discutem o ensino básico, mas sem atentar para as próprias deficiências do ensino superior, em que muitas dessas pessoas também atuam.

Não me queixo da educação recebida na USP e uma das razões é que também me permitiu passar por universidades de outros países, em particular dos EUA e do Reino Unido, onde aprendi que aqui há muito o que aprimorar. Mas nossas universidades resistem a adotar mudanças necessárias. Seus professores estão mais preocupados com suas carreiras, como também aconteceu comigo, do que em olhar para os lados, e para o mundo, e focar em mudanças em termos de ensino, pesquisa e outros serviços do setor.

Também há pouca preocupação quanto aos estudantes. No ensino, o papel da universidade é adicionar valor ao capital humano de seus alunos. E essa adição precisa ser ampliada. Pensar mais nos alunos é ainda mais importante neste mundo em rápidas transformações que afetam as ocupações do mercado de trabalho, por conta de acelerados avanços tecnológicos nas duas últimas décadas e novidades mais recentes como internet das coisas, inteligência artificial, e uso de grandes bases de dados, entre outras.

Falei de ocupações, e não de profissões, pois não compartilho a ideia, bastante difundida, de que muitas profissões desaparecerão. Sempre haverá a necessidade de médicos, psicólogos, engenheiros, advogados, economistas, administradores, biólogos, enfermeiros, veterinários, jornalistas, profissionais da educação e muitos mais. O que muda mais é a natureza das ocupações, ou de como são exercidas profissões como essas, diante de avanços como os citados. Também surgem novas ocupações, como uma que emergiu há umas duas décadas, a de webdesigner, que estrutura sites, blogs, redes, etc., e passou a ser exercida por profissionais de várias áreas. Pode ocorrer que

na sua evolução algumas novas ocupações se consagram no mundo do trabalho, e levem a novas profissões.

Mais ocupações, extinção de outras e mudanças no exercício das existentes vêm do lado da demanda de mão de obra. Do lado da oferta, é preciso que o ensino vá se adaptando a essas mudanças, em particular alterando a estrutura curricular dos cursos e a forma de ensinar. Torna-se indispensável a presença de currículos mais interdisciplinares que facilitem a flexibilidade ocupacional dos formandos.

Ajudaria muito nessa flexibilidade a criação de ciclos básicos de disciplinas comuns a vários departamentos de uma mesma faculdade. Na que passei no curso de graduação, e na qual lecionei, a de Economia, Administração e Contabilidade, da USP, deveria haver um ciclo básico de dois anos comum a essas três áreas, pois seus formandos frequentemente disputam as mesmas ocupações no mercado de trabalho. Disciplinas mais específicas de uma área seriam escolhidas ou aprofundadas nos anos seguintes.

Mas isso seria só um primeiro passo. Na USP, no seu câmpus no Butantã, sonho com prédios só para aulas e numa única área, com ciclos básicos que também permitissem o acesso a disciplinas de várias faculdades, escolas e institutos.

Tais ciclos não trariam apenas maior flexibilização ocupacional dos formandos, mas também um convívio social mais adequado à sociedade em que vivemos. Uma coisa é o convívio universitário restrito a colegas de departamento ou de uma unidade de ensino. Outra, muito melhor, seria com colegas de várias áreas, algo muito mais enriquecedor do ponto de vista cultural, além de levar a relacionamentos sociais que também ampliariam o leque ocupacional dos formandos.

Por que tais ciclos não vêm? O que há é uma acomodação, com professores e dirigentes das instituições reagindo negativamente a mudanças. Elas precisam vir de lideranças que convençam os professores dessa necessidade. E os estudantes, por intermédio de suas entidades, também precisam pressionar por isso, pois seriam muito beneficiados.

Neste espaço, em 30 de março os professores Marco Zago e Vahan Agopyan, ex e atual reitor da USP, respectivamente, propuseram “fugir das especificidades curriculares (...), trabalhar em grupos multidisciplinares (...), liderar e aceitar a liderança de outrem”. E mais: “Não é exagero descrever o ambiente universitário como composto por estudantes da era digital e professores analógicos (no que diz respeito ao ensino-aprendizagem)”. E ainda: “É surpreendente que toda a comunidade acadêmica (professores, estudantes e técnicos), que gera e participa da revolução tecnológica e digital no dia a dia, no uso intensivo de smartphones, tablets, plataformas digitais, internet, streaming e televisão digital, por exemplo, continue ao mesmo tempo resistindo a incorporar essas mudanças na vida acadêmica”. E também: “A forma de transmitir o conteúdo nesse novo ambiente digital tem de ser muito diferente da transmissão de conteúdo em sala de aula. A utilização ingênua do formato clássico apenas transposto para formato digital não funciona ...”.

Somente divirjo quando afirmam que “muitas das profissões que conhecemos terão perdido seu papel.” Como disse, a dinâmica das mudanças está mais nas ocupações do que nas profissões.

Enfim, o caminho é esse, e foi bom saber que o professor Zago continuará na USP, coordenando o Centro de Inovação. Desejo sucesso a esses dois líderes da universidade. Mas quando militei no movimento estudantil aprendi em discussões a expressão “divórcio cúpula-base”, como referência às divergências dentro das organizações atuantes nesse movimento. Torço para que esse divórcio não se verifique entre os que conduzem a USP e os demais professores.

Voltarei à reforma do ensino superior em outros artigos.

Fonte: MACEDO, Roberto.Reforma do Ensino Superior. Disponível em: <<http://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,reforma-do-ensino-superior,70002311958>> Acesso em 17 de Maio de 2018

Queda da Selic e repasse a empréstimos bancários (Christiano Arrigoni e Alexandre Espirito Santo – 17/05/2018)

Christiano Arrigoni, doutor em economia e professor do Ibmecc-RJ.

Alexandre Espirito Santo é economista da Órama e professor do Ibmecc-RJ.

* * *

No atual ciclo de afrouxamento monetário promovido pelo Banco Central (BC), entre final de outubro de 2016 e março de 2018, a taxa Selic despencou mais de 50% (de 14,25% ao ano para 6,5% no penúltimo Copom), enquanto a taxa de juro média dos empréstimos bancários, com recursos livres, caiu percentualmente bem menos. O nosso intuito nesse artigo é estabelecer uma metodologia de análise que estabeleça o quanto uma redução de 1% na Selic deveria representar em queda na taxa de juro do tomador final.

Para responder, devemos estabelecer algumas hipóteses. É comum os analistas calcularem o tamanho do repasse da taxa Selic às taxas de juros bancárias baseados na hipótese de que o spread bancário - a diferença absoluta entre as taxas de juros dos empréstimos e o custo médio de captação - deveria ficar constante, caso o poder de mercado dos bancos permanecesse inalterado no período analisado. Ao se utilizar esse raciocínio, não haveria evidência de que o repasse foi pequeno, pois no período as taxas de juros dos empréstimos, para a maior parte das modalidades, caíram bem mais do que os 7,75% de queda observada na Selic.

Todavia, a análise baseada nos spreads bancários, apesar de intuitiva, não encontra amparo teórico preciso. Uma forma mais adequada de se analisar seria medir o poder de mercado através do cálculo do índice de Lerner. Tal índice é definido como a diferença entre o preço do bem produzido por uma firma e o seu custo marginal de produção, dividido pelo próprio custo do bem. Quanto maior for o poder de mercado da firma, maior será a diferença entre o preço e o custo marginal de produção como proporção do custo, e assim maior será o valor do índice. Assim, se o poder de mercado de um setor tivesse ficado constante num período, então o preço do bem, e o seu custo marginal de produção, teriam variado na mesma proporção.

Um aspecto relevante, que causa viés na análise, é que muitos partem do princípio de que se a hipótese de poder de mercado constante implica que o preço e o custo marginal de produção devem se alterar na mesma proporção, então as taxas de juros dos empréstimos bancários deveriam ter variado na mesma razão da Selic. O erro do raciocínio é assumir que uma queda de 1% na taxa de referência representa redução de 1% do custo marginal dos bancos.

O custo de se originar um novo empréstimo depende, além da taxa Selic, dos custos com inadimplência, impostos, compulsórios, regulatórios e administrativos. Logo, para inferirmos o quanto que as taxas de juros dos empréstimos bancários deveriam cair percentualmente frente a uma redução de 1% da taxa Selic, temos que calcular o quanto que 1% de queda da mesma representa em relação ao custo marginal dos bancos. Com os dados de decomposição contábil do spread bancário disponibilizados pelo BC, conseguimos obter uma resposta aproximada.

Os números mais recentes, disponibilizados pela autoridade monetária, indicam que, entre 2011 e 2016, os custos descritos acima representavam 19,2 p.p. ao ano para os bancos. Já a taxa Selic média desse período ficou em 11,25 p.p. ao ano. Assim, na média, a taxa Selic representou 37% do custo marginal dos bancos. Em outras palavras, uma queda de 1% na taxa Selic representa uma queda de 0,37% no custo marginal do banco. Logo, se assumirmos que o poder de mercado do setor e os outros custos bancários ficaram constantes no período, então a queda da Selic de 54,4% deveria ter gerado uma redução de 20,1% da taxa de juro média ao cliente final. Mas o que os dados do período apontam?

A taxa de juro média dos empréstimos bancários, com recursos livres, cedeu no período 23,1%, enquanto que a taxa de juro média dos empréstimos para empresas caiu 30%. Já para as famílias houve uma redução de 23%. Notem que todas caem mais do que o previsto. Então, podemos concluir que o poder de mercado dos bancos diminuiu no período? Não! Lembremo-nos que no raciocínio acima supusemos que os outros custos permaneceram inalterados, apesar dessa hipótese não ser correta. Por quê?

Os dados de inadimplemento registrados pelo BC apontam que, para todos os empréstimos, o não pagamento das obrigações caiu 17,8%, sendo que, para empresas, a queda foi de 18,1% e, para famílias, a redução foi de 18,2% no período. Qual foi a influência dessa diminuição da inadimplência nas taxas de juros?

Utilizando o mesmo raciocínio da Selic, concluímos que cada 1% de queda de inadimplência representaria uma redução de 0,39% no custo marginal e na taxa de juro. Logo, com os dados descritos, o "calote" justificaria uma queda adicional da taxa de juro média de 6,9% no período. Sendo assim, com as quedas observadas da Selic e da inadimplência no período, teríamos previsto uma redução da taxa de juro média da economia de 27%, um pouco maior do que a observada, de 23,1%. Para a taxa de juro dos empréstimos para empresas, nosso modelo apontaria uma queda de 27,1%, um pouco abaixo daquela efetivada, de 30%, e para a taxa de juro destinada às famílias teríamos estimado uma queda de 27,2%, um pouco maior do que a ocorrida, de 23%.

Cabe sublinhar que o CMN e o BC vêm procurando unir esforços para que as taxas caíam para o tomador final de forma mais contundente. Nessa linha temos a chamada

agenda BC+, a recente redução dos compulsórios, bem como a implantação do cadastro positivo. Do mesmo modo, é relevante a regulamentação das start ups no setor bancário.

A conclusão é que o repasse da queda da Selic às taxas de juros médias dos empréstimos bancários parece ter sido consistente com a hipótese de poder de mercado constante no período em tela. Ressaltamos, contudo, que as médias gerais podem esconder diferenças de comportamento entre modalidades de empréstimos. Por exemplo, a taxa de juro do crédito pessoal não consignado cedeu somente 8,2% e a redução percentual do cheque especial foi menor, de 1,2%, ambas abaixo do que seria previsto, caso as hipóteses utilizadas fossem válidas.

Além disso, em ambas as modalidades a inadimplência também caiu no período (16,1% para o crédito pessoal e 11,5% para o cheque especial), embora no caso do cheque especial essa queda tenha ocorrido em período mais recente. Logo, apesar de a queda geral ter ocorrido em linha com nossos pressupostos, ela não foi homogênea, indicando que para alguns segmentos pode ter ocorrido aumento de poder de mercado e/ou de outros custos no período.

Fonte:ARRIGONI, Christiano; Santo, Alexandre. Queda da Selic e repasse a empréstimos bancários. Disponível em:
<<http://www.valor.com.br/opiniaio/5530617/queda-da-selic-e-repasse-emprestimos-bancarios>> Acesso em 17 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.