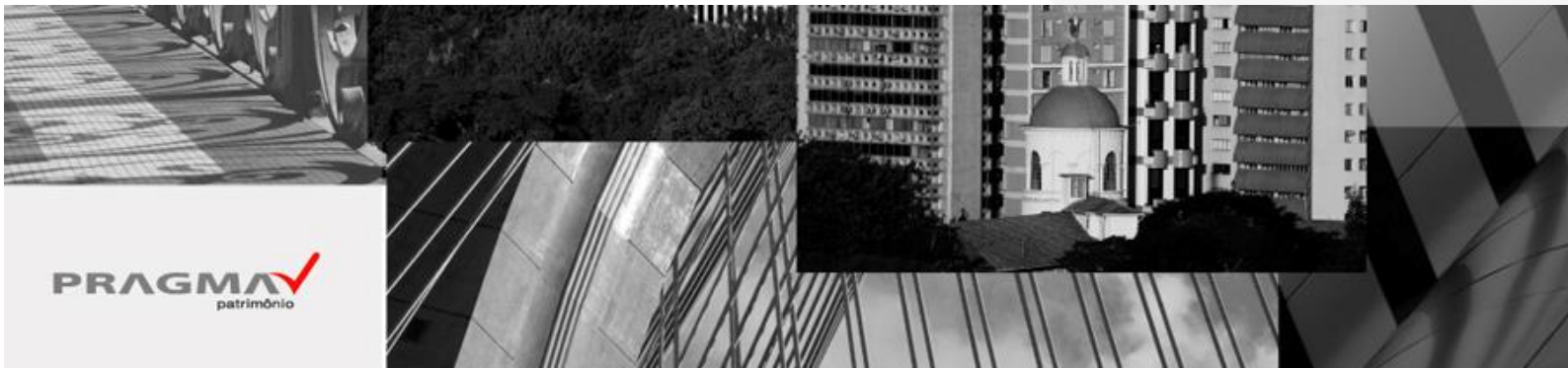


**REUNIÃO DE CONJUNTURA**

**14/05/2018**

**Artigos de Conjuntura Local**

Privatizações envergonhadas (Roberto Castello Branco – 08/05/2018) .....	1
Eleições e o crescimento econômico (Gustavo Loyola – 07/05/2018) .....	3
Novo estelionato em construção (Samuel Pessôa – 06/05/2018) .....	4
<i>O relevante no debate (Nelson Marconi – 08/05/2018)</i> .....	6
A casa caiu (Marcos Lisboa – 06/05/2018) .....	7
Por Enquanto o Movimento no Câmbio Vem de Fora (Marcelo Kfoury – 27/04/2018) .....	8
Taxa de câmbio de equilíbrio industrial' é uma das maiores picaretagens (Alexandre Schwartzman – 09/05/2018) .....	10



## **Privatizações envergonhadas (Roberto Castello Branco – 08/05/2018)**

*Roberto Castello Branco é diretor da FGV Crescimento e professor afiliado da FGV-EPGE.*

\* \* \*

A sociedade brasileira, acionista controladora da Petrobras, sofreu perdas substanciais provocadas pela combinação de má gestão e corrupção característica do populismo, ideologia predominante no Brasil há algumas décadas.

A natureza do exercício de práticas populistas compreende tipicamente a redistribuição de renda em favor de grupos de interesses. Assim, muitos bilhões de dólares foram transferidos dos acionistas da Petrobras para a aliança da Velha Política, constituída por políticos corruptos, agentes públicos, capitalistas inimigos do capitalismo e corporações de servidores.

Gravemente ferida pelo populismo e alvo da Operação Lava-Jato, a Petrobras iniciou sua reestruturação em 2015, com a mudança de regras de governança. Diante de um governo que fora conivente com o status quo anterior e de um presidente da companhia posteriormente condenado e preso, o progresso realizado foi relativamente pequeno. A partir de 2016, sob nova administração, a reestruturação da empresa ganhou momento, com a definição de plano estratégico, cortes de gastos, implantação de política de preços de mercado para combustíveis e aceleração de desinvestimentos.

Apesar de auxiliada pela recuperação dos preços do petróleo, a significativa elevação do valor de mercado da Petrobras é o reconhecimento do acerto da gestão da companhia.

Entretanto, na execução do programa de desinvestimentos da Petrobras nota-se, em alguns casos, sinais da influência do Estado fazendo prevalecer interesses estranhos aos dos seus acionistas.

A economia dos recursos minerais ressalta características relevantes dos negócios de petróleo. A exposição à volatilidade de preços recomenda baixos custos operacionais, alavancagem financeira conservadora e dívida de longa duração. A intensidade de capital sinaliza a necessidade de minimizar o custo de capital e de alocá-lo eficientemente, isto é, em ativos onde é possível extrair o retorno mais elevado possível.

O retorno na exploração e produção de petróleo (E&P) tende a ser mais alto do que no refino e distribuição de combustíveis, 15%-20% contra 7%-9% de acordo com estimativas do mercado, dada a escassez relativa de um recurso natural não renovável e a exposição a riscos mais elevados.

O refino é atividade de transformação industrial com o emprego de tecnologia consolidada há longo tempo, em que a gestão da logística e de custos é muito importante. A distribuição de combustíveis é atividade comercial que também requer competências diferentes do que na E&P, tais como marketing e vendas.

Tanto no refino quanto na distribuição, a Petrobras, por razões estruturais inerentes a uma empresa estatal, não demonstrou possuir a competência necessária para ser a dona natural desses negócios.

Portanto, os objetivos de redução da alavancagem financeira e de melhoria da alocação do capital recomendariam a venda integral ou quase integral dos ativos de refino e distribuição.

Adicionalmente, vale lembrar que investidores privados não costumam ser fãs de ações de empresas estatais, costumando requerer descontos para remunerar os riscos derivados dessas sociedades. Foi isso exatamente o que aconteceu no IPO de parcela minoritária do capital da BR Distribuidora.

Recente anúncio revela a intenção da Petrobras na venda de 60% do capital de dois clusters, no Nordeste e Sul do país, compostos por refinarias - representando 37% da capacidade total - e ativos de logística. Assim, a Petrobras ainda reteria 100% da capacidade de refino no Sudeste, nossa região mais desenvolvida, e 67,8% do parque brasileiro de refino.

Ao mesmo tempo, a Petrobras pretende limitar o universo de potenciais compradores a empresas de petróleo verticalmente integradas, deixando de fora, por exemplo, companhias independentes de refino, tradings e investidores institucionais. Evidentemente, tal restrição trabalha contra o objetivo de maximização de valor e acaba subsidiando futuros compradores, que na presença de menos competição tenderão a adquirir os ativos a preços mais baixos.

Maximizar valor nessas transações passa por deixar funcionar livremente o mercado de controle corporativo. Ativos possuem valores diferentes para compradores diferentes. No caso de uma empresa verticalizada, vislumbrar o investimento num dos clusters como oportunidade em sua estratégia global tenderá a precificá-la, dispondo-se provavelmente a pagar preço superior ao que pagaria, por exemplo, um fundo de private equity.

O investimento futuro dos compradores dependerá de suas expectativas de retorno, em que, entre outros fatores, a visão sobre a ausência da intervenção do Estado sobre os preços de mercado desempenhará papel relevante.

A lição que se retira desses casos é que por melhor que seja a gestão de uma empresa estatal é impossível remover completamente a influência do Estado em suas decisões. Ademais, tratando-se de empresa estatal, sujeita à influência política, nada garante que a boa gestão perdure.

A evidência de muitos anos mostra que embora a sociedade brasileira seja a proprietária das estatais, seu fluxo de caixa costuma ser apropriado em grande parte pelos componentes da aliança da Velha Política. O interesse concentrado nos benefícios privados proporcionados pelas estatais explica porque seus cargos de diretoria são tão cobiçados por políticos bem como porque é forte a oposição à privatização, travestida no manto falso do nacionalismo ou, como no caso da Eletrobras, da ameaça de suposto aumento futuro de tarifas de energia.

Num país com tantas deficiências em saúde, educação, saneamento básico e segurança pública, com endividamento elevado e crescente e baixa produtividade, definitivamente não faz sentido manter centenas de bilhões de dólares alocados no capital de estatais, exercendo atividades que poderiam ser desempenhadas com sucesso pela iniciativa privada. Não privatizar significa optar por ser mais pobre no futuro.

**Fonte:** BRANCO, Roberto. Privatizações envergonhadas. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5509345/privatizacoes-envergonhadas> > Acesso em 10 de Maio de 2018

## **Eleições e o crescimento econômico (Gustavo Loyola – 07/05/2018)**

*Gustavo Loyola, doutor em economia pela EPGE/FGV, ex-presidente do BC, é sócio-diretor da Tendências Consultoria Integrada, em São Paulo*

\* \* \*

A consolidação das condições favoráveis ao crescimento econômico sustentado de um país não ocorre durante apenas um ou dois mandatos presidenciais. Porém, a recente experiência brasileira mostrou cabalmente como um governo de viés populista é capaz de descarrilhar a economia em apenas quatro anos e fazê-la retroceder uma década em termos de indicadores de renda e emprego. Destruir é quase sempre mais fácil do que construir.

Com efeito, a chamada "nova matriz econômica" da era Dilma deixou sequelas graves para a economia brasileira. Levou à maior queda da renda per capita em 120 anos. Fez dobrar o número de desempregados entre 2012 e 2017, passando de 6,7 milhões em 2012 para 13,7 milhões em 2017. Entre as mazelas da gestão de Dilma, podem ser destacadas o excesso de intervencionismo, o populismo fiscal e a tolerância à inflação.

A chegada de Michel Temer ao Planalto felizmente pôs fim aos experimentos econômicos de Dilma que, após um breve interregno de responsabilidade macroeconômica, na curta gestão de Joaquim Levy no Ministério da Fazenda, já caminhava de volta para a heterodoxia cara ao petismo. Em pouco mais de dois anos, o balanço das realizações de Temer na economia impressiona.

A inflação caiu graças, em ampla medida, à recuperação da credibilidade do Banco Central. No campo das finanças públicas, a aprovação do teto constitucional de gastos e a restauração da transparência contrastam fortemente com o populismo fiscal que predominava na última gestão petista. A criação da TLP e o reposicionamento do BNDES fizeram cessar a sangria de recursos do Tesouro para operações pouco justificáveis e de elevado custo fiscal.

Porém, os desafios permanecem enormes. O quadro fiscal segue preocupante, sinalizando para a impossibilidade do cumprimento do teto de gastos e da chamada "regra de ouro" já em 2019. Estruturalmente, a situação das finanças públicas brasileiras é grave, principalmente em razão da tendência de crescimento acima do PIB das despesas previdenciárias. No contexto de um orçamento já dominado por excesso de vinculações, tal tendência acabará por fechar todo o espaço para gastos discricionários, o que é uma situação absurda e insustentável. Como resultado, haverá um risco enorme de insolvência fiscal e uma piora substantiva na já baixa eficiência dos gastos públicos.

Por outro lado, ainda que encaminhada uma solução satisfatória para a crise das finanças públicas, o crescimento sustentável da economia requereria adicionalmente

políticas destinadas a vitaminar o crescimento da produtividade, indicador que tem tido um desempenho pífio nas últimas décadas. Nesse sentido, recentíssimo estudo divulgado pela consultoria Oliver Wyman e o Insper sugere que a PTF (produtividade total de fatores) foi o fator determinante para estagnação do PIB por trabalhador brasileiro nas últimas décadas. Lidar com os aspectos sistêmicos da produtividade demanda um conjunto abrangente de políticas públicas que necessariamente incluem reformas que afetam profundamente interesses estabelecidos.

Nesse contexto complexo e difícil, o Brasil prepara-se para realizar sua eleição presidencial mais incerta das últimas décadas. Embora seja muito cedo ainda para considerar as pesquisas atuais de intenção de voto como previsoras do comportamento dos eleitores em outubro próximo, o que se vê desenhado é a quebra de um padrão de bipolaridade que prevalecia desde 1994 e que levava a uma disputa entre petistas e tucanos. Com isso, a tarefa de traçar cenários para a economia a partir de 2019 tornou-se quase um exercício de adivinhação, agravada pelo fato de se conhecer muito pouco ou nada sobre as ideias de alguns dos candidatos no campo da economia.

De toda sorte, o panorama visto de hoje não anima. Até o momento, não se delineou no horizonte a figura de um candidato eleitoralmente viável e que, simultaneamente, esteja comprometido com a responsabilidade macroeconômica e com as reformas e tenha habilidade política e base partidária para viabilizar sua agenda econômica num Congresso que deve continuar apresentando alto grau de fragmentação partidária. Vale ressaltar que a desvalorização da atividade política por causa dos escândalos de corrupção pode levar à eleição para o Planalto de um noviço em política, sem nenhum traquejo para lidar com votações complexas no Parlamento, como seria o caso de uma reforma previdenciária.

Assim, o país corre o risco de estar iniciando mais um "voo de galinha" no que diz respeito ao crescimento. Na falta de reformas, a recuperação cíclica da atividade hoje observada tenderá rapidamente a se desvanecer e o Brasil continuará a apresentar taxas de crescimento do PIB per capita abaixo das economias emergentes, como se viu como regra ao longo das últimas décadas.

Num cenário ainda pior, o próximo presidente da República pode optar pelas mesmas políticas equivocadas que conduziram ao desastre recessivo dos anos 2014-2016. Neste caso, embora as instituições tenham mostrado alto grau de resiliência na última crise político-econômica, o resultado seria quedas adicionais da renda per capita, o que configuraria quase uma tragédia num país onde as desigualdades são enormes.

---

**Fonte:** LOYOLA, Gustavo. Eleições e o crescimento econômico. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5506281/eleicoes-e-o-crescimento-economico>> Acesso em 10 de Maio de 2018

## **Novo estelionato em construção (Samuel Pessoa – 06/05/2018)**

*Físico com doutorado em economia, ambos pela USP, sócio da consultoria Reliance e pesquisador do Ibre-FGV*

\* \* \*

O professor do Instituto de Economia da Unicamp (Universidade Estadual de Campinas, “meca” do pensamento heterodoxo brasileiro) Marcio Pochmann, responsável pelo programa do candidato do PT, em entrevista ao jornal O Estado de S. Paulo no domingo passado (29), afirmou: “O fundamental no início do governo é um programa de emergência, que permita ao país sair da crise e voltar a crescer. Nós entendemos que a questão fiscal se resolve com volta do crescimento”.

É tanta bobagem que tenho dificuldade de acreditar que Pochmann de fato acredita no que falou. O crescimento já voltou —no ano passado, crescemos 1%, e, neste ano, a expansão será próxima de 2,6%—, além de sabermos que a economia não atende as condições do moto-perpétuo. Isto é, impulso fiscal não gera crescimento suficientemente forte para reduzir a dívida como proporção da renda nacional.

A política do pé na máquina foi empregada inúmeras vezes no Brasil. Antonio Delfim Netto no fim dos anos 1970, Dilson Funaro em 1985 e, mais recentemente, Dilma Rousseff em seu primeiro mandato. Sempre com resultados desastrosos.

Donald Trump aparentemente concordaria com cada palavra de Pochmann. Também o governo de Cristina Kirchner aplicou a ideia do moto-perpétuo. Mauricio Macri luta até hoje, sem grande sucesso, para reduzir inflação que insiste em rodar a 25% ao ano. Sem falar do caso da Venezuela.

Por outro lado, Pochmann foi contra o ajuste fiscal promovido pelo governo Luiz Inácio Lula da Silva em 2003, que está na raiz do bom desempenho dos oito anos daquela administração.

Ou seja, Pochmann está simplesmente errado. A estultice contida na fala dele não está associada a proposições que tipicamente polarizam esquerda e direita. Pode-se defender maior progressividade dos impostos para combater a desigualdade. Seria uma proposição de esquerda, segundo Norberto Bobbio.

Pode-se argumentar que a maior progressividade teria efeitos perversos sobre a eficiência e, conseqüentemente, o crescimento. Seria proposição de direita, segundo Norberto Bobbio.

Ambas as proposições são defensáveis, e um economista, além de medir os custos e os benefícios de cada uma delas, nada teria mais a dizer sobre elas. São temas eminentemente políticos. É necessário um juízo de valor subjetivo para decidir. Somente a política tem essa delegação.

Já a proposição de que o aumento do gasto público é automaticamente autofinanciável é simplesmente errada.

Não estamos no terreno do debate de ideias esquerda versus direita. Trata-se de populismo explícito. Há profissionais de economia que se prestam a esse serviço. Tanto na esquerda quanto na direita.

Assim, minha interpretação é que o grupo político ao qual Pochmann está associado tem a avaliação de que é de seu interesse embarcar em uma campanha eleitoral escondendo da população, como fizera em 2014, os reais desafios do país. Um novo estelionato eleitoral encontra-se em gestação.

Tudo o que um político deseja é um profissional de economia, com alguma credencial acadêmica, que diga que os problemas se resolvem estimulando o crescimento. Nos meus 55 anos de vida, já vi esse discurso, pela direita e pela esquerda, inúmeras vezes. Nunca terminou bem.

Vale lembrar que Pochmann foi também contrário à focalização do gasto social nas famílias de menor renda, embrião do programa Bolsa Família. Era política pública dos neoliberais do Banco Mundial.

---

**Fonte:** PESSÔA, Samuel. Novo estelionato em construção. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2018/05/novo-estelionato-em-construcao.shtml>> Acesso em: 10 de Maio de 2018

### ***O relevante no debate (Nelson Marconi – 08/05/2018)***

*Doutor em economia, é professor da Fundação Getúlio Vargas e coordenador do programa de governo do pré-candidato Ciro Gomes (PDT)*

\* \* \*

Nas últimas semanas começamos a divulgar alguns princípios e ideias do programa de governo do pré-candidato Ciro Gomes (PDT).

Ainda há muito a discutir e detalhar, como é natural nessa etapa do jogo, mas pode-se dizer que o eixo central da proposta é o fortalecimento da atividade produtiva, com geração de empregos e inclusão de pessoas no mercado de trabalho, juntamente com políticas tributárias, sociais e educacionais que acelerem o processo de distribuição de renda.

Para isso, entendemos que é fundamental interromper o processo que está levando o Brasil a retornar à condição de exportador de commodities básicas e ao mesmo tempo se tornar um centro financeiro cujo volume de empréstimos à atividade produtiva deixa a desejar.

Não temos nada contra esses setores, pelo contrário; mas a sua capacidade de gerar empregos é reduzida frente à magnitude da população em idade de trabalhar do país, que atingiu 169 milhões de pessoas em janeiro.

Os países que mais se desenvolveram ao longo da história do capitalismo, e assim continuam, são aqueles que investiram fortemente na indústria e, mais recentemente, também nos chamados serviços modernos associados.

São setores que geram empregos de qualidade, em quantidade razoável e com bons salários. Porém, analisando os dados das pesquisas do IBGE, é possível observar que as margens de lucro da indústria brasileira, principalmente daquelas classificadas como de média e alta tecnologia, têm sido inferiores, há muitos anos, às observadas na ampla maioria das demais áreas, fato que vem inibindo o investimento no setor manufatureiro.

Esse desequilíbrio nas margens de lucro não se deve à ineficiência dos empresários, certamente; não é lógico pensar que um empresário industrial seja menos competente que investidores em outras áreas.

A explicação reside na abundância de recursos naturais, que favorece tanto os setores primários como os demais que os utilizam como insumos, ou na natural ausência de concorrência externa, como em boa parte dos serviços e da construção civil.

Isso significa que queremos mudar à força a margem de lucro dos setores que julgamos importantes para o desenvolvimento? Absolutamente não! Mas eles são muito mais sensíveis aos efeitos adversos que uma política macroeconômica errada possa provocar.

Mais especificamente, valorizações da moeda e altas taxas de juros, aliadas ao desequilíbrio das contas do governo, afetam mais intensamente esses setores, enquanto outros, que possuem margens de lucro maiores, queimam "gordura" mesmo quando esses indicadores macroeconômicos não estão azeitados.

Uma valorização da moeda pode rapidamente neutralizar ganhos de produtividade derivados da capacitação de pessoas, melhoria na infraestrutura ou desburocratização, por exemplo. Por isso atribuímos um peso relevante ao câmbio competitivo e a juros baixos em nossa estratégia.

Ambos só serão possíveis se alcançarmos o equilíbrio fiscal, também fundamental para fortalecer o Estado e possibilitar que sejam implementadas as políticas públicas necessárias. E nosso compromisso com a responsabilidade fiscal pode ser observado na prática. Fui diretor da área de recursos humanos do Poder Executivo federal entre o início de 1996 e de 1999, quando a respectiva despesa com pessoal variou -0,3%, descontada a inflação, a despeito de todas as conhecidas pressões nessa área.

Por sua vez, nosso pré-candidato, *Ciro Gomes*, e *Mauro Benevides*, coordenador de seu programa econômico e ex-secretário da Fazenda do Ceará, sempre mantiveram as contas públicas do estado em equilíbrio.

O debate em torno das ideias e programas será fundamental para o país neste ano. Estamos lutando para melhorar a sua qualidade.

---

**Fonte:** MARCONI, Nelson. O relevante no debate. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2018/05/nelson-marconi-o-relevante-no-debate.shtml>> Acesso em: 10 de Maio de 2018

## **A casa caiu (Marcos Lisboa – 06/05/2018)**

*Doutor em economia, foi secretário de Política Econômica no Ministério da Fazenda (2003 a 2005). Preside o Insper.*

\* \* \*

A deterioração da política pública não decorre apenas da falta de dinheiro.

O labirinto da burocracia sobre o espaço urbano resulta em processos que parecem intermináveis e contribui para tragédias, como a queda do edifício *Wilton Paes de Almeida*.

A torre foi projetada por *Roger Zmekhol*, filho de cristãos sírios que fugiram da perseguição em seu país. Ele admirava os arranha-céus envidraçados projetados por *Mies van der Rohe*, o último diretor da Escola Bauhaus.



A arquitetura de Mies valorizava a luz natural e a simplicidade das formas, ao mesmo tempo que utilizava as tecnologias avançadas. Ele imigrou para Chicago em 1937, fugindo do nazismo, e deixou uma obra notável.

Mies foi recebido com tapete vermelho pela academia americana, ao contrário do que ocorreu com arquitetos que imigraram para o Brasil, como conta Raul Juste Loes em “São Paulo nas Alturas”.

A torre de Zmekhol se destacava pela fachada envidraçada e limpa de interferências, possível por novidades em 1961, como o ar-condicionado central. Difícil imaginar projeto mais adequado para a sede da Cia. Comercial Vidros do Brasil.

No fim dos anos 1970, a torre tornou-se propriedade da União, que deixou de utilizá-la em 2002. Foi o começo da degradação. Ocupada irregularmente, virou moradia de mais de 300 pessoas. Seus elevadores foram roubados e os fossos, utilizados para despejar lixo.

A União tentou vendê-la, mas fracassou. Compreende-se. Recuperar um prédio tombado pode ser um pesadelo.

Os órgãos responsáveis pela aprovação das reformas por vezes impõem obrigações conflitantes. Um pode requerer que dois prédios contíguos tenham fachadas homogêneas; outro, que sejam distintas. Pode-se também pedir um “especialista em prospecção de pintura”.

Muitas vezes, há conflitos entre as exigências para alvarás, licenciamentos e afins, e as normas de segurança, mais restritivas aqui do que em alguns países desenvolvidos. No meio de tudo, a dificuldade do poder público em preservar ou vender seus imóveis.

Ao contrário do que alguns afirmam, não foi a especulação imobiliária que derrubou a torre ou levou à degradação da região. O problema do Centro é o oposto: a fuga de empresas que se cansaram de insegurança, sujeira e dificuldades para restaurar os prédios antigos.

Resultado: imóveis abandonados e cerca de 70 ocupações irregulares. Alguns proprietários têm preferido perder o seu patrimônio a tentar recuperá-lo.

A burocracia imprevisível, com as obrigações descoordenadas dos diversos poderes, recebeu o monumento que lamentamos: muitas vítimas em meio à destruição apoteótica de uma pequena joia da nossa arquitetura.

---

**Fonte:** LISBOA, Marcos. A casa caiu. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-lisboa/2018/05/a-casa-caiu.shtml>> Acesso em 10 de Maio de 2018

## **Por Enquanto o Movimento no Câmbio Vem de Fora (Marcelo Kfoury – 27/04/2018)**

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

\* \* \*

Há um dito comum no mercado que diz: o cambio é a variável que Deus criou para dar humildade aos economistas. Não só é tarefa inglória prever os destinos do cambio,

mas mesmo as causas da sua volatilidade nos últimos meses também apresentam controvérsias. De qualquer maneira, arrisco a dizer que a desvalorização recente do Real pode ser atribuída quase que exclusivamente a razões externas.

De janeiro até abril, o real veio de 3,15 para 3,50, alta quase que continua, mas essa desvalorização foi em linha com outras moedas. Ao se considerar a média do mês de janeiro, a desvalorização é ainda menor, pois o mínimo de 3,15 foi no dia seguinte a decisão do TRF-4 em confirmar a sentença do ex-presidente Lula, diminuindo significativamente as suas chances de ser candidato na eleição de outubro. Portanto, pegando no ano até agora, o real desvalorizou 7,8%, o peso argentino 10% e o Rublo russo 8% e a lira turca 7,9%.

Houve um aumento da aversão ao risco em relação aos países emergentes, facilmente detectado pelo aumento do prêmio de risco desses mesmos países, que subiram cerca de 20% no mesmo período. O movimento foi muito parecido, o que descarta um fator idiossincrático apenas brasileiro.

A causa mais óbvia desse movimento é a mudança na precificação dos juros nos Estados Unidos. Em toda a curva de juros houve elevação. Aqui enfatizo a elevação dos juros de 10 anos, que estava em 2,45% no início do ano e durante essa semana (última abril) ultrapassou os 3%. Mesmo a curva de dois anos alcançou pela primeira vez em dez anos o patamar de 2,5%.

A razão para esse movimento nos juros é a inflação corrente nos Estados Unidos, que está em leve ascensão, mas é suficiente para que o mercado da considere que o FED deva reagir mais fortemente no médio prazo. A inflação, independentemente do índice que se olha, está subindo nos últimos meses, mas se encontra num nível similar ao alcançado no mesmo período em 2017. O que pode estar assustando é a subida do petróleo, que juntamente com um uma atividade economia mais vigorosa nos Estados Unidos, antecipa uma ação mais forte do FED.

Como é um movimento de rearranjo nos preços dos ativos dos países emergentes e não há excesso de volatilidade na moeda local, não vejo necessidade do Banco Central interferir tentando suavizar o movimento. Nem acho que isso seja um grande problema para o Copom em relação aos próximos passos da política monetária. Há expectativa de corte em maio de 25bps e interrupção do ciclo de afrouxamento de julho, conforme já antecipado pela autoridade monetária.

Algum repasse do câmbio para a inflação pode até ajudar a inflação a retornar à trajetória das metas de inflação. Por enquanto, não me parece que a recente desvalorização tenha piorado a confiança na economia. A sensação de perda de ritmo na economia não vem do movimento do câmbio nem da economia mundial, mas sim das preocupações com a própria retomada e com os riscos eleitorais sendo puramente interno.

O risco idiossincrático puramente interno pode vir com a eleição de um presidente, que não esteja convencido da necessidade de avançar mais no esforço de consolidação fiscal. Aparentemente o mercado ainda não puniu os ativos brasileiros, pois está considerando a aprovação da reforma da previdência e manutenção das medidas que

garantam a volta de números fiscais pelo próximo presidente em 2019. Sem isso, voltamos ao caos do início do segundo governo da Dilma Rousseff.

Concluindo, muito difícil cravar uma projeção para o dólar no final do ano, dado o risco eleitoral e a situação internacional. Porém, há uma não linearidade, com um cenário político reformista sendo assumido nas projeções, significando então que é mais fácil o câmbio ir a quatro do que voltar a três.

---

**Fonte:** KFOURY, Marcelo. Por enquanto o movimento no Câmbio vem de fora. Disponível em: <<http://economia.estadao.com.br/blogs/mosaico-de-economia/por-enquanto-o-movimento-no-cambio-vem-de-fora/>> Acesso em 10 de Maio de 2018

## **Taxa de câmbio de equilíbrio industrial' é uma das maiores picaretagens (Alexandre Schwartzman – 09/05/2018)**

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

\* \* \*

Uma das maiores picaretagens do debate econômico brasileiro é a tal “taxa de câmbio de equilíbrio industrial”, conceito inventado pelos que hoje se denominam “novo-desenvolvimentistas”, mas a quem considero apenas como uma mutação dos tradicionais keynesianos de quermesse, os mesmos que jogaram o país da pior recessão dos últimos 40 anos, da qual estamos, aos poucos, nos desvencilhando.

Pergunte a um dos membros da seita qual é a “taxa de câmbio de equilíbrio industrial” e a resposta virá na ponta da língua, como fez recentemente o “consigliere” econômico de Ciro Gomes, Nelson Marconi: “Entre R\$ 3,80 e R\$ 4,00”, inclusive com um intervalo de confiança para dar a impressão de um cálculo a sério desta grandeza.

Pergunte a um dos membros da seita como chegaram a esse número (e, claro, também o intervalo de confiança) e a resposta será um silêncio constrangedor, pois nada mais é do que a taxa de câmbio observada em 1988, trazida a valor de hoje pelo diferencial de inflação entre o Brasil e os Estados Unidos.

E por que 1988? Porque naquele momento, segundo o autor da estimativa, o mesmo Marconi, a taxa de câmbio estava próxima à média observada entre 1968 e 1979 (juro que é o que está escrito), período em que sua relativa estabilidade é tomada como sinal da capacidade dos gestores de política econômica no sentido de evitar a sobrevalorização da moeda.

Curiosamente não se faz nenhuma menção aos maciços desequilíbrios externos do período, que testemunhou déficits externos crescentes (medidos a preços de hoje), de US\$ 4 bilhões (31% das exportações) em 1968 para US\$ 36 bilhões (70% das exportações) em 1979, levando ao crescimento da dívida externa (também a preços de hoje) de US\$ 28 bilhões para US\$ 188 bilhões...

O valor mágico obtido no estudo publicado no fim de 2012 era R\$ 2,67, que, ajustado ao diferencial de inflação, equivaleria hoje a R\$ 3,80. Apesar de todo o blá-blá-blá sobre a evolução do custo unitário do trabalho em cada economia (basicamente a

comparação do salário industrial ajustado pela produtividade), não há nenhum esforço no sentido de, na prática, incorporar essa informação.

Se não fui bem claro, permita-me sê-lo: a estimativa original é um chute sem nenhuma base empírica; já sua atualização é outro chute, que ignora inclusive aquilo que o autor considera essencial (o custo unitário do trabalho).

No campo das elucubrações acadêmicas, é uma monstruosidade. Se levado a cabo como base da política econômica, sentiremos saudades do tempo em que era apenas uma curiosidade acadêmica.

Como mostrado pela análise pioneira de Affonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti em seu livro “Inflação e Crises”, muito do descontrole inflacionário observado no fim dos anos 1970 e durante os anos 1980 resultou precisamente de políticas que tentaram fixar a taxa de câmbio real (isto é, corrigida pela inflação), posição que implicava o abandono de qualquer âncora nominal para os preços, seja a taxa de câmbio, seja a política monetária.

Não há razão para esperar que novas tentativas de fixar a taxa real de câmbio no nível mágicos tragam consequências distintas, ainda mais num ambiente de desequilíbrio fiscal, que os mutantes pretendem combater eliminando desperdícios.

Sim, eu sei que já usei a frase “não aprenderam nada e não esqueceram nada”, mas como evitá-la quando os mutantes se encaixam tão bem nessa descrição?

---

**Fonte:** SCHWARTSMAN, Alexandre.. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/alexandreschwartzman/2018/05/taxa-de-cambio-de-equilibrio-industrial-e-uma-das-maiores-picaretagens.shtml?loggedpaywall>> Acesso em 10 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.