

**REUNIÃO DE CONJUNTURA**

**25/06/2018**

**Artigos de Conjuntura Local**

Lições do dólar (Zeina Latif – 21/06/2018).....	1
Fim da recessão com PIB ainda no buraco (Roberto Macedo – 21/06/2018).....	2
Não é por aí (Macos Lisboa – 17/06/2018).....	4
Piora a conversa (Samuel Pessôa – 17/06/2018).....	5
Será preciso aumentar impostos (Nilson Teixeira– 21/06/2018).....	6
A ortodoxia fracassou? (Pedro Cavalcanti Ferreira e Renato Fragelli Cardoso – 20/06/2018)	8
Ao levar em conta projeções para a inflação, não há motivo para elevar o juro (Alexandre Schwartzman – 20/06/2018) .....	10



## Lições do dólar (Zeina Latif – 21/06/2018)

*Economista Chefe da XP Investimentos*

\* \* \*

Para onde vai o dólar? Economistas não têm bons instrumentos para responder a essa pergunta. Trata-se de um preço de ativo influenciado por muitas variáveis.

O pouco que sabemos é que o diferencial de crescimento entre os países contribui de forma relevante para explicar a direção das moedas. País que cresce mais ou que tem maior expectativa de crescimento tem moeda mais valorizada, e vice-versa.

Entre 2014 e 2016, por exemplo, a economia norte-americana exibiu robustez crescente, enquanto se discutia o risco de rápida desaceleração na China, impactando o cenário econômico de seus parceiros comerciais. Resultado: o dólar apresentou expressiva valorização, de 25% em relação a uma ampla cesta de moedas calculada pelo Fed.

O fato de os EUA serem mais fechados ao comércio mundial também impacta o comportamento de sua moeda. Nos últimos meses, o comércio mundial perdeu fôlego, possivelmente por conta da desaceleração de investimentos tradicionais na China. Europa, Japão e emergentes sofrem. O resultado é a valorização recente do dólar no mundo.

O real, por consequência, se enfraqueceu. Em linha, porém, com o sugerido pelo quadro externo e levando em conta sua elevada volatilidade histórica. Pelos nossos modelos econométricos, o peso do ambiente interno, de incertezas e de baixo crescimento, seria marginal. Seu papel estaria mais em eliminar a sobrevalorização do real ocorrida desde o início do processo de impeachment, do que em gerar um enfraquecimento adicional da moeda em relação ao sugerido pelo ciclo da moeda americana.

Apesar de o nervosismo do mercado lembrar aquele de 2002, o quadro agora é bem diferente. Naquele ano, havia razões para correção forte da moeda, pois o real estava excessivamente sobrevalorizado quando comparado à cesta de moedas. Como consequência, o déficit nas contas externas (transações correntes) estava elevado, em 4,2% do PIB. Muitos analistas apontavam como um fator potencial de pressão cambial.

Não se sabia a velocidade de ajuste. O ambiente eleitoral ruidoso de 2002 forçou uma rápida correção.

Agora, o real não parece sobrevalorizado e o déficit em transações correntes está em apenas 0,4% do PIB.

Além disso, houve melhora do perfil da dívida pública. Ao final de 2001, a parcela da dívida indexada direta ou indiretamente à taxa de câmbio chegou a 35% do total. Gerava-se uma dinâmica perversa: dólar em alta pressionava a dívida pública, que retroalimentava a pressão cambial por conta do maior risco fiscal. Em abril último, essa participação estava em apenas 5,7%. Hoje as reservas internacionais estão em US\$ 382 bilhões, ante míseros US\$ 35,9 bilhões em 2001. O Brasil tornou-se credor líquido em dólar: dívida externa líquida está em -3,9% do PIB; era +29,4% do PIB em 2001. Assim

sendo, a alta do dólar faz a dívida pública líquida cair, e não subir de forma acelerada como no passado.

Difícil afirmar se o movimento recente de valorização do dólar no mundo bateu no teto. Considerando o desempenho histórico, parece menos provável uma correção expressiva como aquela de 2014-16. Nem o dólar está desvalorizado em relação à sua média histórica, nem o mundo está tão mal.

Ficam algumas lições para o próximo governo. O câmbio é flutuante – um regime cambial que se mostrou superior ao de câmbio administrado do passado – e a dinâmica da moeda é em boa medida determinada pelo ciclo da moeda americana. O máximo a ser feito é conter a volatilidade. Controlar o câmbio não deveria fazer parte da agenda econômica dos presidentes.

A tarefa do próximo presidente é avançar em reformas que melhorem os fundamentos do País, para que o real seja menos volátil, de forma a reduzir as incertezas do ambiente econômico e penalizar menos o setor produtivo. E o desafio aumentou por conta da crise fiscal.

O imprevisível comportamento da taxa de câmbio não deveria apenas aumentar a humildade de economistas, mas de governantes também.

---

**Fonte:** LATIF, Zeina. Lições do dólar. Disponível em:

<<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,licos-do-dolar,70002358671>> Acesso em 21 de Junho de 2018

## **Fim da recessão com PIB ainda no buraco (Roberto Macedo – 21/06/2018)**

*Economista (UFMG, USP e Harvard), Consultor Econômico e de Ensino Superior*

\* \* \*

O título acima pode parecer paradoxal, mas não é, como explicarei em seguida. Uma convenção entre economistas diz que uma recessão se instala quando o produto interno bruto (PIB) de um país mostra taxas de variação negativas em dois trimestres seguidos. No Brasil, em 2015 e 2016 houve uma grave recessão, pois taxas negativas marcaram todos(!) os trimestres desses dois anos. No seu conjunto, fizeram o PIB cair cerca de 7%. Esse é o tamanho do buraco.

A mesma convenção diz que uma recessão chega ao fim se a variação trimestral do PIB se mostrar positiva em dois trimestres seguidos. Isso ocorreu nos dois primeiros trimestres de 2017. Quando o IBGE divulgou o resultado positivo do primeiro, em 1.º/6/2017 e, portanto, antes do final do segundo, o presidente Michel Temer se antecipou à referida convenção e passou a fazer embaixadas com a bola do “fim da recessão”. O resultado do trimestre seguinte veio positivo e isso se repetiu até a última taxa disponível, a do primeiro trimestre deste ano. Temer seguiu com suas embaixadas, mas sem convencer a plateia. Como mostrarei mais à frente, essa bola é um tanto murcha, pois as taxas são muito pequenas.

Ainda recentemente, ao completar dois anos de governo, em 12 de maio, ele afirmou que a “recessão que dizimava mais de 150 mil empregos/mês acabou. O emprego voltou, com cerca de 204 mil vagas com carteira assinada em 2018 e mais de 1,5 milhão de postos de trabalho gerados no último ano”, conforme notícia na internet. Entretanto, ignorou o fato, então já conhecido, de que a taxa de desemprego, que havia caído de 13,7% no primeiro trimestre de 2017 para 11,8% no último, subiu para 13,1% no primeiro de 2018, com uma redução de 1,5 milhão de pessoas ocupadas.

Passando às taxas de variação trimestral do PIB relativamente ao trimestre anterior, desde o primeiro de 2017 ao primeiro de 2018 elas tiveram estes valores: 1,1%, 0,6%, 0,3%, 0,2% e 0,4%, respectivamente. Ou seja, a bola do fim da recessão murchou ao longo de 2017 e no primeiro de 2018 sua murchidão se reduziu um pouco, mas sem repetir o alento que teve no primeiro de 2017. Os dois primeiros trimestres do ano são muito afetados pelo desempenho do setor agrícola, muito forte em 2017, mas menos atuante em 2018.

E como fica a saída do buraco? Em 2017 o aumento total do PIB foi de apenas 1%, muitíssimo longe do necessário para sair do referido buraco de 7%. Quanto a 2018, as perspectivas são de que a bola do fim da recessão vai continuar murcha, talvez um pouco menos. Um primeiro aspecto está ligado aos números sequenciais do PIB. Como visto, ele subiu quatro degraus trimestrais em 2017 e mais um em 2018. Se estacionasse neste último no resto do ano, assumiria um valor médio superior ao valor médio de 2017 e assim haveria uma taxa positiva de crescimento em 2018. Isso é o que os economistas chamam de carry over, ou arrasto do crescimento anterior. Vi que medida dessa forma essa taxa seria de 0,85% e, assim, próxima de repetir o fraco desempenho de 2017, de 1%, já apontado.

Mas não crescer mais nada em 2018 seria uma hipótese muito pessimista. As previsões macroeconômicas mais influentes no Brasil são as publicadas semanalmente pelo relatório Focus, do Banco Central. Na edição de 5/1/2018 a previsão era de 2,7%, subiu para 2,9% em 2/3, mas depois passou a cair e em 15/6 estava em 1,8%, após sete quedas semanais ininterruptas. Em 12 de maio Temer também afirmou que a economia “agora deverá crescer mais de 2%”.

Tudo indica que não vai, pois há uma combinação particularmente desfavorável de vários fatores, muitos de difícil reversão. Focando em alguns, há a percepção do forte enfraquecimento político de Temer, agravado pelo contencioso jurídico que carrega, a ponto de ter abandonado seu projeto de reforma da Previdência Social, elemento-chave de um ajuste fiscal para efetivamente conter o forte desequilíbrio das contas públicas federais e a consequente e também forte expansão da dívida pública. É uma dívida peculiar, que se o governo pagasse com emissão monetária, o que só ele pode fazer, causaria enorme inflação e derretimento do valor real do dinheiro em circulação, disseminando perdas pelos agentes econômicos. E se não pagasse, deixando de refinanciá-la nos seus vencimentos, provocaria também enorme e generalizado prejuízo, algo como um confisco da poupança do setor privado aplicado em papéis dessa dívida e fundos lastreados neles.

O governo também se mostrou fraco ao sucumbir às demandas dos caminhoneiros, e há ainda generalizada incerteza quanto o futuro presidente, pois os candidatos em destaque nas pesquisas eleitorais têm comportamento e currículo que suscitam inquietações. Questões como essas afetam o estado de ânimo de empresários e consumidores, prejudicam suas decisões de investir e consumir, e assim também o desempenho do PIB.

Olhando o buraco a que o PIB foi levado, outra visão de sua enorme dimensão é a de que dados do IBGE, representativos de seu valor real, mostram que no primeiro trimestre de 2018 ele retornou a um valor que já havia registrado entre o primeiro e o segundo trimestre de 2011!

É mais uma década perdida, que se soma às dos anos 1980 e 1990, e mesmo a dos anos 2000 não teve um crescimento à altura das necessidades e do potencial do País. Ou seja, além do buraco atual, há também uma estagnação de longo prazo, entendida como tal uma situação não de crescimento nulo, mas aquém desse crescimento desejável.

Salvo exceções cada vez mais excepcionais, a classe política brasileira segue sem perceber a enorme gravidade da situação em que hoje está o PIB, nem a dessa estagnação histórica. Quando as percebe e atua, não se mostra capaz de resolvê-las.

---

**Fonte:** MACEDO, Roberto. Fim da recessão com PIB ainda no buraco. Disponível em:<<https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,fim-da-recessao-com-pib-ainda-no-buraco,70002358726>> Acesso em: 21 de Junho de 2018

## **Não é por aí (Macos Lisboa – 17/06/2018)**

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

\* \* \*

Alguns economistas têm manifestado preocupação com as implicações da emenda do teto na ausência de reformas como a da Previdência. Outros alertam para o risco de descumprimento da regra de ouro. Ambos os receios parecem exagerados.

Caso o país não consiga avançar nas reformas, certamente teremos muitos problemas. Mas cumprir a emenda do teto e a regra de ouro serão os menores deles.

O teto limita o crescimento do gasto público à inflação do período anterior. O problema é que os gastos com assistência e Previdência Social aumentam todo ano pelo envelhecimento da população, o que resulta no rápido crescimento dos benefícios concedidos.

Assistência e Previdência, entretanto, já representam 60% do gasto corrente. Por essa razão, na ausência de reformas para moderar o crescimento desses benefícios, uma das consequências poderia ser a necessidade de comprimir demasiadamente os demais gastos, como apontou recentemente o TCU, levando à paralisação de atividades essenciais de custeio e de investimento nos próximos anos.

A regra de ouro estabelecida na Constituição impede que o governo se endivide para pagar gastos correntes. Nos últimos tempos, esses gastos têm sido maiores do que as receitas correntes e a regra tem sido atendida por meio de expedientes como a venda de ativos ou o pagamento da dívida do BNDES com o Tesouro.

Esses expedientes, entretanto, estão se esgotando, o que significa que, em condições normais, já no ano que vem o país não cumpriria a regra.

As reformas teriam como objetivo combinar redução do crescimento do gasto com aumento da arrecadação para garantir que a dívida pública não saia de controle. Por tabela, permitiriam cumprir tanto a emenda do teto quanto a regra de ouro.

Existe outro caminho, porém nada atraente. Caso as reformas não sejam realizadas, o resultado será a piora da trajetória do desequilíbrio fiscal e, portanto, das perspectivas da economia. As últimas semanas ilustram as consequências.

O câmbio se desvaloriza e a inflação aumenta. Como o Banco Central possui reservas em dólar, cerca de US\$ 380 bilhões, isso resulta em um lucro contábil que deve ser transferido ao Tesouro, facilitando cumprir a regra de ouro (existe proposta no Congresso para alterar esse mecanismo). A inflação crescente melhora as contas públicas e reduz os gastos reais, o que também facilita cumprir a emenda do teto.

Caso não retomemos a agenda de reformas, teremos a volta da recessão com inflação e muitos outros problemas, bem maiores do que cumprir a emenda do teto e a regra de ouro. Discutimos demasiadamente temas que se tornarão pouco relevantes, para o bem ou para o mal.

---

**Fonte:** LISBOA, Marcos. Não é por aí. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-lisboa/2018/06/nao-e-por-ai.shtml>> Acesso em 21 de Junho de 2018.

## **Piora a conversa (Samuel Pessôa – 17/06/2018)**

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

\* \* \*

Na quinta da semana passada (14), o jornal Valor Econômico publicou entrevista de André Lara Resende e Eduardo Giannetti da Fonseca, assessores econômicos da candidatura de Marina Silva à Presidência. O tom da entrevista foi ruim. Não há por parte deles noção da gravidade do problema fiscal e falta sentido de urgência.

A emenda do teto já é um ajuste fiscal muito gradual. Com ela, teremos déficit primário de 2014 a 2020, pelo menos. O cenário mais otimista é que o resultado primário positivo volte entre 2021/2022, mas em um nível que não estabilizará a relação dívida/PIB.

Sem a emenda do teto dos gastos ou com um teto mais brando, parte do ajuste terá de vir de uma maior carga tributária. Ser contra a emenda do teto e o aumento da carga tributária, e a favor de um ajuste fiscal supergradual, é algo difícil de entender. Se o

teto já significa um ajuste gradual, o que seria mais gradual ainda? Esperar a dívida pública chegar a 100% do PIB?

Talvez maior gradualismo fosse possível com forte reestruturação da dívida da União por meio de um rápido processo de privatização. Mas um processo de privatização veloz, mesmo em um governo forte, leva em média dois anos.

Há diversas formas de fazer ajuste fiscal: ou aumento de receita e/ou corte de despesa. Ajuste fiscal que não aumenta a receita e não corta a despesa é enganar o eleitor.

A despesa primária do governo central neste ano será de R\$ 1,375 trilhão. A despesa discricionária total é de R\$ 125 bilhões, mas a despesa realmente discricionária, que exclui gastos de outros Poderes e gastos obrigatórios definidos pela LDO, é de R\$ 80 bilhões.

Construir base partidária de apoio no Congresso para aprovar projetos em um Congresso com mais de 28 partidos políticos requer atender políticas das diversas legendas. Isso significa execução de políticas públicas a partir da demanda dos partidos da base. Algo normal em qualquer democracia. O Congresso não vota baseado nos belos olhos do presidente.

O maior incentivo à votação da reforma da Previdência não está ligado ao envelhecimento da população brasileira. O maior incentivo é que a despesa da Previdência está “expulsando” —isto é, tornando cada vez mais inviáveis— as demais despesas. Para um gasto programado neste ano de R\$ 1,375 trilhão, todo o debate orçamentário está em um subgrupo de R\$ 80 bilhões.

Falar que “não é fiscalista”, que é contra o teto e que não quer aumento de imposto não promove o bom debate político de que precisamos. É necessário um posicionamento mais claro ou estaremos alimentando a ideia de que é possível fazer ajuste fiscal apenas com combate à corrupção.

---

**Fonte:** PESSÔA, Samuel. Piora a Conversa. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2018/06/piora-a-conversa.shtml>> Acesso em 21 de Junho de 2018

## **Será preciso aumentar impostos (Nilson Teixeira– 21/06/2018)**

*Ph.D. em economia pela Universidade da Pensilvânia*

\* \* \*

A maioria dos candidatos à Presidência afirma que o equilíbrio fiscal será alcançado no seu governo. Todos apontam também que o crescimento econômico aumentará durante seus mandatos e que isso elevará a receita fiscal que, em conjunto com o controle das despesas, garantirá a sustentabilidade da dívida pública.

Minha leitura continua menos otimista. A estabilidade da dívida não será alcançada nos próximos quatro anos sem que haja também um aumento relevante da carga tributária.

Nos últimos anos, o país foi privilegiado por condições externas favoráveis que permitiram o forte declínio da inflação, a recuperação gradual da atividade e o recuo da

taxa Selic para um nível sem precedentes, mesmo sem uma melhoria dos resultados fiscais. A elevada liquidez internacional também contribuiu para a quase eliminação do déficit em transações correntes e para o expressivo investimento direto. Não obstante, a dinâmica favorável dos preços dos ativos, que ocorreu de meados de 2016 até o início deste ano, dificilmente se repetirá nos próximos anos. A redução da liquidez para ativos domésticos já provocou um recuo de seus preços bem maior do que imaginado. Isso tende a se aprofundar nos próximos anos caso não haja recuperação das contas públicas.

Os gastos com benefícios previdenciários e com pessoal e encargos sociais, que já totalizam 65% das despesas do governo federal, continuam aumentando. Em abril, esses gastos cresceram, no acumulado em 12 meses, 6% em termos reais. Essa dinâmica reforça a urgência do controle das despesas obrigatórias para equilibrar as condições fiscais. Sem alterações nessa trajetória, as despesas discricionárias teriam que ser zeradas nos primeiros anos da próxima década para permitir o cumprimento da regra do teto de gastos públicos. Lamentavelmente, a impossibilidade de adotar um ajuste profundo de imediato levará o próximo governo a, provavelmente, flexibilizar essa regra.

Após o esforço da equipe econômica desde 2016 para eliminar desvios e melhorar o controle das despesas públicas, mesmo as consideradas rígidas, não há muito mais espaço para novas ações dessa natureza. O próximo governo não terá alternativa a não ser aprovar reformas duras para reduzir o crescimento dos gastos obrigatórios. Todavia, isso será difícil, como comprovado no trâmite da reforma previdenciária, quando as corporações conseguiram enfraquecer bastante a proposta submetida ao Congresso no fim de 2016.

Mesmo assim, essa proposta diluída não conseguiu maioria para ser votada. Isso reforça a avaliação de que, mesmo para um presidente eleito, será muito difícil aprovar uma reforma da Previdência Social ampla o suficiente para estabilizar em termos reais o seu déficit durante o próximo mandato presidencial. Da mesma forma, não será fácil impedir a elevação das despesas com pessoal e encargos nos próximos anos, dado o aumento salarial concedido pelo atual governo para uma parcela do funcionalismo.

As reformas com foco nas despesas a serem aprovadas no próximo governo dificilmente serão capazes de garantir, por si só, a reversão do resultado primário do atual déficit de 2% do PIB para o superávit necessário para estabilizar a dívida de 2,5% do PIB. Um esforço dessa magnitude só será alcançado nos próximos quatro anos com elevação da carga tributária. Após quedas acentuadas em 2015, 2016 e 2017 frente aos anos anteriores, a receita acumulada em 12 meses tem crescido em termos reais nos últimos meses, devido à ligeira recuperação da arrecadação e, principalmente, à alta das receitas não associadas a impostos, como o pagamento de concessões e permissões. Em abril, a receita do governo central acumulada em 12 meses aumentou 5% em termos reais, sendo que a arrecadação de tributos cresceu 2% e a não associada a impostos subiu 28%. Mesmo assim, esse cenário dificilmente persistirá se as previsões para a atividade se deteriorarem.

Isso é o que tem ocorrido mais recentemente, com as expectativas de recuperação acelerada da economia em 2018 sendo abandonadas. As projeções de crescimento do PIB acima de 2,5% nos próximos anos também tendem a ser esquecidas se o governo



eleito não for capaz de implementar um ajuste fiscal suficiente para garantir uma dinâmica sustentável da dívida pública.

Em um ambiente global mais desafiador, o próximo governo precisará apresentar medidas também pelo lado das receitas para acelerar o ajuste fiscal. Essas medidas não precisam ser concentradas apenas na criação de tributos (e.g., imposto sobre dividendos, CPMF) e na eliminação de regimes especiais. Há alternativas, como o aprofundamento do processo de desestatização e a reversão de incentivos tributários. Todavia, um programa de desestatização bem elaborado requer tempo, além de seu impacto fiscal não ser duradouro. Um corte das renúncias tributárias, que alcançam 4% do PIB, seria benéfico para o país. Por outro lado, apesar de a sociedade se dizer favorável ao fim de privilégios, a imensa maioria dos favorecidos entende que as transferências para seu grupo são justas e precisam ser mantidas.

Assim, diversos grupos de interesse influentes dificultarão o corte desses gastos tributários, mesmo nos casos em que não existe nenhuma evidência de benefícios para a sociedade.

O passado ensina que não há espaço para uma discussão detalhada sobre programas de governo em uma campanha eleitoral. Defesas de pautas específicas em tempos exíguos têm contribuído bem mais para a perda de votos do que para a conquista deles. Não tenho a ingenuidade de defender que os candidatos a presidente sejam explícitos sobre como alcançarão o equilíbrio fiscal durante seu governo e, muito menos, de clamar que defendam o aumento de impostos, mesmo que provisório. Mesmo assim, seria bom que esses candidatos deixassem claro que a busca da estabilidade na economia nos próximos anos exigirá o sacrifício de todos.

---

**Fonte.** TEIXEIRA, Nilson. Será preciso aumentar impostos. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniaio/5610333/sera-preciso-aumentar-impostos>> Acesso em 21 de Junho de 2018

## **A ortodoxia fracassou? (Pedro Cavalcanti Ferreira e Renato Fragelli Cardoso – 20/06/2018)**

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

*Renato Fragelli Cardoso é professor da EPGE-FGV.*

\* \* \*

Em sua coluna de 11/06/2018 neste jornal, Fernando Limongi deu uma mostra de quão distante a população brasileira ainda está de compreender a profundidade do buraco em que o país se encontra. Quando mesmo competentes intelectuais do calibre daquele articulista acreditam que as brandas medidas de ajuste implantadas pelo governo Temer deveriam ter sido suficientes para viabilizar a volta do crescimento, é sinal de que o novo governo terá muita dificuldade em convencer a população a aceitar medidas mais duras necessárias para recolocar o país nos trilhos.

Ao comentar a anêmica retomada do crescimento, referindo-se aos economistas da equipe de Meirelles, Limongi afirmou que "o Dream Team não entregou os resultados prometidos". Nenhuma palavra sobre a queda da inflação - de 10,7% em 2015 para apenas 2,9% em 2017. Nenhuma referência à inédita redução da taxa de juros incidente sobre a dívida pública de 14,25% para 6,5%, menor valor desde que se tem registro. No mesmo artigo escreveu que "a agenda reformista não encontrou resistências no Congresso e reformas, como a PEC do teto e a reforma trabalhista, foram aprovadas", deixando de citar a não-reforma da previdência.

É importante compreender que as reformas aprovadas pelo Congresso, após o impeachment, foram aquelas que tinham custo político relativamente baixo. O Teto de Gastos mal foi entendido pelo grande público, além de ser uma medida que, se efetivamente vier a ser cumprida, só terá impacto no futuro. A reforma trabalhista certamente contrariou profundamente os pelegos dos 17 mil sindicatos, mas já em 2018 trouxe aumento de renda para milhões de trabalhadores celetistas que deixaram de ser extorquidos pelo Imposto Sindical. O fim da TJLP desagradou apenas a Fiesp e seus obsequiosos representantes encastelados no BNDES. A desconstrução do desastroso marco regulatório do pré-sal só incomodou um punhado de nacionalistas estatizantes, bem como cartéis de fornecedores locais. Nenhuma dessas reformas teve ainda impacto significativo sobre a população.

Desde o início do governo Temer, sabia-se que a principal e mais difícil reforma seria a da previdência. Por envolver toda a população, com exceção apenas dos já aposentados, seria a reforma com maior custo político. Não por acaso foi deixada para uma etapa seguinte, quando se previa que a economia já estaria com inflação controlada e emprego em recuperação.

As regras de acesso à aposentadoria brasileiras, de tão generosas, não encontram paralelo no resto do mundo. A aposentadoria por tempo de contribuição beneficia a classe média que se aposenta aos 53 anos de idade em média, após trabalhar com carteira assinada ao longo de toda a vida profissional. Os pobres, por trabalharem intermitentemente no setor informal, aposentam-se por idade, aos 65 (mulheres aos 60) anos. Nada mais aprofundador de desigualdades, mas uma regra vergonhosamente apoiada pelos partidos que se intitulam de esquerda.

Em 2017, o déficit gerado pelos 30 milhões de beneficiários do INSS foi R\$ 180 bilhões, enquanto o gerado por apenas um milhão de servidores federais alcançou R\$ 80 bilhões, pois as aposentadorias desses últimos são muito superiores às pagas pelo INSS. Devido ao envelhecimento da população, o desequilíbrio tende a se agravar. A reforma da previdência não é um "programa ortodoxo", mas uma necessidade incontornável. Não haverá retomada do crescimento enquanto o problema não for resolvido.

Após a divulgação da gravação de Joesley, Temer gastou o apoio político que o havia levado ao poder para nele se manter. Consequentemente, a reforma da previdência inviabilizou-se. Sem reforma da previdência, o cumprimento do Teto de Gastos ficou comprometido. Diante do profundo desajuste fiscal, a dívida pública atingiu 77% do PIB e segue em crescimento galopante de 6% do PIB ao ano. Não há empresário disposto a investir e gerar empregos, pois o simples cálculo da rentabilidade do investimento é

impossibilitado pela incerteza sobre quanto do futuro ajuste fiscal se fará por meio de maior tributação sobre empresas. O resultado é a estagnação.

A frustração generalizada diante da paralisia da economia gerou o fenômeno de empatia da população pela greve dos caminhoneiros. A greve resultou da conjugação de três fatores: excesso de caminhões provocado pelos empréstimos subsidiados do PSI à taxa de 2,5%, diante de uma inflação de 6,5%; recessão que acarretou queda da demanda por transporte; e correção do preço do diesel de acordo com seu valor internacional. Os três são herança de Dilma Rousseff e seus economistas heterodoxos. Eles conceberam o PSI, provocaram o desequilíbrio fiscal que resultou na maior recessão da história brasileira e endividaram sobremaneira a Petrobras ao conterem os preços de combustíveis para segurar a inflação no ano eleitoral de 2014.

Ao fim de seu artigo, Limongi registra que "os liberais se eximem de culpa e a única solução que enxergam para a saída da crise é a radicalização de seu programa". Conforme acima exposto, entretanto, o cerne do programa - a reforma da previdência - sequer foi implantado. Não há alternativa heterodoxa capaz de enfrentar essa realidade. Será que os populistas de esquerda e direita que lideram as pesquisas compreenderam o problema?

---

**Fonte.** FERREIRA, Pedro; FRAGELLI, Renato. A ortodoxia fracassou?. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/5607075/ortodoxia-fracassou>> Acesso em 21 de Junho de 2018

## **Ao levar em conta projeções para a inflação, não há motivo para elevar o juro (Alexandre Schwartzman – 20/06/2018)**

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

\* \* \*

A desvalorização do real tem se refletido em outros mercados, como o de renda fixa, que passou a projetar elevação da Selic ao longo da segunda metade deste ano.

Essa possibilidade, porém, não encontra muito amparo entre os economistas: a pesquisa Focus, do Banco Central, ainda mostra a maioria dos analistas prevendo a taxa de juros no fim do ano a 6,50%.

Em outra pesquisa, apenas 5 dos 44 consultados esperam que o Copomeleve as taxas de juros ainda em 2018. Não fui consultado, mas, caso fosse, seria o quadragésimo na lista.

Há países que aumentaram suas taxas de juros em resposta ao câmbio mais fraco, numa tentativa, provavelmente vã, de moderar a desvalorização. Não é, acredito, nosso caso.

Vale lembrar que, sob nosso regime monetário, a taxa de juros é utilizada para controlar a inflação. Como ainda não inventaram um jeito de os juros afetarem a inflação já ocorrida, o BC tem que se guiar sempre pela sua previsão de inflação, que, como todas as previsões acerca do futuro, tem o desagradável hábito de ser uma coisa sempre difícil.

Difícil ou não, sua projeção mais recente apontava para inflação de 4% no ano que vem, comparada a uma meta de 4,25%, sob a suposição de Selic a 6,5% e câmbio a R\$ 3,60.

É verdade que o dólar se encontra agora na casa de R\$ 3,70/R\$ 3,80, ou seja, está de 3,0% a 5,5% mais caro. Todavia, considerando o repasse do câmbio para a inflação (algo como 0,5 ponto percentual para cada 10% de depreciação), a inflação projetada pelo BC para o ano que vem ficaria bastante próxima da meta.

Se for esse o caso, não há motivo para elevação da taxa de juros, ainda mais quando o BC indica que, “com expectativas de inflação ancoradas, eventuais choques que produzam ajustes de preços relativos devem ter apenas seus efeitos secundários combatidos pela política monetária”.

Traduzido para o português, isso significa que o BC não reagirá ao repasse propriamente dito; apenas ao repasse do repasse, isto é, eventual aceleração da inflação em reação à elevação de preços de produtos exportados e importados.

Deve ficar entendido que não se trata de licença para ignorar a inflação, posição que marcou a administração anterior, nos levando à inflação na casa de dois dígitos em 2015, bem como inércia considerável no ano seguinte, fenômeno que aumentou em muito o custo da desinflação.

Isto dito, se não mudarmos a trajetória das contas públicas e revertermos a tendência da dívida, enfrentaremos sérios problemas inflacionários à frente. Ou bem resolvemos o conflito por nacos do Orçamento pela política com “p” maiúsculo ou a inflação fará o serviço por nós da maneira que conhecemos e que, graças ao Plano Real, conseguimos superar.

A escolha é nossa, e suas consequências, também.

---

**Fonte.** SCHWARTSMAN, Alexandre. Ao levar em conta projeções para a inflação, não há motivo para elevar o juro. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/alexandreschwartzman/2018/06/ao-levar-em-conta-projecoes-para-a-inflacao-nao-ha-motivo-para-elevar-o-juro.shtml> > Acesso em 21 de Junho 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.