

**REUNIÃO DE CONJUNTURA**

**02/07/2018**

**Artigos de Conjuntura Local**

Brasil gasta muito com Juros da Dívida, mas gastaria menos com Ciro? (Vladimir K. Teles – 21/06/2018).....	1
Intervenções cambiais do BC (Márcio Garcia – 22/06/2018) .....	2
Parlamento (Marcos Lisboa – 24/06/2018) .....	4
Economia política do teto dos gastos (Samuel Pessôa – 24/06/2018) .....	5
Jogo de Soma Zero (Roberto Castello Branco – 26/06/2018) .....	6
Mudança de ciclo? (Mário Mesquita 28/06/2018).....	8
Quousque tandem? (Alexandre Schwartzman – 27/06/2018).....	10

## **Brasil gasta muito com Juros da Dívida, mas gastaria menos com Ciro? (Vladimir K. Teles – 21/06/2018)**

Professor da Fundação Getúlio Vargas (FGV) na Escola de Economia de São Paulo (EESP)

\* \* \*

O pré-candidato à presidência da república Ciro Gomes clama que o maior gasto do governo é com juros. Com essa afirmação, que não é verdadeira, pois ele inclui os gastos com amortizações na conta, ele tenta tirar o peso da necessidade da reforma da previdência, o que mostra uma tendência populista muito preocupante como vou argumentar mais adiante.

Ainda assim eu concordo com ele em um ponto: O Brasil gasta muito com juros da dívida e precisa gastar menos. E porque o Brasil gasta muito com juros? Basicamente porque o nível da dívida é muito alto.

Qualquer pai de família entende essa lógica simples: Se desejar comprar uma casa ou um carro financiado, uma parcela de sua renda mensal será para pagar os juros do financiamento, e quanto maior for o financiamento, mais gastará com juros ao mês.

De forma similar, a partir do momento que o governo resolveu gastar mais do que arrecada (piorando seu resultado primário, i.e. receitas menos despesas), passou a aumentar sua dívida, saindo de um patamar de 60% do PIB no início da década para alcançar os atuais 90%, e com isso, os gastos com juros.

Mais que isso. No ano de 2017 o governo gastou com gastos obrigatórios (que incluem previdência, mas não incluem juros) 103% da sua receita primária (que não inclui endividamento). Ou seja, a dívida tende a aumentar a não ser que o governo consiga fazer uma reforma da previdência significativa, dentre outras.

Quando Ciro tenta tirar o peso da previdência do problema, mostra a sua falta de compromisso com a trajetória da dívida, e assim acabará, se eleito, ao cumprir sua prescrição de política, aumentando a dívida e os gastos com juros!

Assim, para reduzir os gastos com juros, o governo precisa reduzir sua dívida, e, para tanto fazer reformas que reduzam os gastos obrigatórios.

As alternativas são um delírio:

I- Calote: Na prática dar um calote na dívida seria o mesmo de dar um calote nos brasileiros que têm conta no banco. O impacto disso na economia seria apocalíptico;

II- Reduzir Juros: Os juros que o governo paga sobre sua dívida hoje já estão baixos, e ainda assim a dívida cresce, pois, o nível da dívida é muito alto;

III- Aumentar o crescimento da economia: Ciro Gomes propôs essa medida em uma palestra, como se crescimento fosse uma variável de seu controle. Porém, vale lembrar que a literatura de crescimento deixa bem claro que dívida alta reduz o crescimento. Assim, sem não cortar despesas e a dívida continuar a crescer, não há como aumentar o crescimento, e os gastos com juros irão subir ainda mais.

Nós já vimos essa novela antes, na década de 80, e sabemos as cenas do próximo capítulo. Crise da dívida leva a baixo crescimento e inflação crescente. Não é agradável

fazer reformas, e nem tampouco popular, mas infelizmente as consequências de não as fazer são ainda mais perversas.

---

**Fonte:** TELES, Vladimir. Brasil gasta muito com Juros da Dívida, mas gastaria menos com Ciro?. Disponível em: < <https://economia.estadao.com.br/blogs/mosaico-de-economia/brasil-gasta-muito-com-juros-da-divida-mas-gastaria-menos-com-ciro/> > Acesso em 28 de Junho de 2018

## **Intervenções cambiais do BC (Márcio Garcia – 22/06/2018)**

*Márcio G. P. Garcia, Ph.D. por Stanford, é professor do departamento de economia da PUC-Rio.*

\* \* \*

Para economias emergentes, o cenário mundial vem piorando muito. Ainda que o crescimento da economia americana continue a ser boa notícia, o consequente aperto monetário que o Fed se vê obrigado a fazer atrai capitais de volta para os EUA. Isso vem provocando depreciação generalizada das moedas dos mercados emergentes, sobretudo naqueles com mais fragilidade externa. Embora o Brasil não tenha problemas de dívida externa ou déficit em conta corrente elevados, como a Argentina e a Turquia, o real vem sofrendo forte depreciação nas últimas semanas. Nosso problema é muito grave. É de natureza fiscal.

Sem reformas politicamente muito custosas, nossos déficits fiscais crescentes deverão redundar em grave crise, semelhante às do período anterior ao Plano Real. E, infelizmente, não há sinais de que a campanha para a eleição presidencial de outubro próximo esteja dando lugar a uma discussão séria das decisões que terão que ser tomadas a partir de 2019 para impedir tal retrocesso.

Tal conjunção de problemas nos fronts externo e interno reverteu as expectativas positivas do mercado financeiro, levando os juros e o câmbio para cima e a Bolsa para baixo. Apostas alavancadas na continuidade do cenário benigno vigente no primeiro trimestre causaram grandes perdas patrimoniais e elevaram os decibéis contra as autoridades monetárias.

O Banco Central vem atuando em conjunto com o Tesouro Nacional para manter os mercados em bom funcionamento. No caso dos mercados cambiais, o BC aumentou muito a colocação dos swaps cambiais. Foi correta a decisão do BC de intervir no câmbio?

Inicialmente, cabe destacar que a intenção das intervenções cambiais do BC não é impedir o ajuste da taxa de câmbio, mas, sim, manter o bom funcionamento do mercado cambial, evitando movimentos muito bruscos de preços, causados por falta de liquidez.

Também é importante ressaltar que as intervenções via swaps cambiais são equivalentes às intervenções esterilizadas, quando o BC, após vender dólares e receber reais, compra títulos públicos, pagando com os reais recebidos. Desta forma, tais intervenções cambiais não afetam a oferta de moeda, nem a taxa de juros. O adjetivo

esterilizada refere-se ao fato de que a compra de títulos pelo BC neutraliza o efeito da venda cambial sobre a quantidade de moeda.

Ao contrário das vendas cambiais não esterilizadas, que contrairiam a oferta de moeda e elevariam a taxa Selic, não há consenso na literatura econômica se as intervenções esterilizadas teriam ou não efeito sobre a taxa de câmbio, uma vez que a taxa de juros é mantida constante. Ou seja, não é surpreendente que o real continue a se depreciar frente ao dólar, apesar das maciças injeções de swaps feitas pelo BC. Mas isso não significa que as intervenções foram inúteis.

Num exercício econométrico preliminar, feito com meus alunos Raphael Vasconcelos e Felipe Paixão, obtive evidência de que o anúncio, em 7 de junho, de que o BC venderia um volume adicional de US\$ 20 bilhões foi eficaz em deter uma depreciação cambial excessiva. O gráfico mostra a taxa de câmbio e as intervenções cambiais, bem como uma taxa de câmbio contrafactual, construída com base nas taxas de câmbio de países semelhante ao Brasil, África do Sul, China, Chile, Turquia, Índia, Rússia, Colômbia e México, bem como no índice do valor do dólar americano e no índice de preços de commodities. A ideia é que o movimento da taxa de câmbio contrafactual reproduziria o que teria sido a evolução da taxa de câmbio no Brasil se tivesse sido influenciada só pelos fatores que afetaram o mercado internacional, expurgados os efeitos do mercado local.

## Taxa de câmbio e intervenções do BC

Câmbio realinhado à tendência internacional



Fonte: BCB e ACPastore, elaboração do autor.

O gráfico deixa claro que a taxa contrafactual tem boa aderência à taxa de câmbio efetivamente observada. No entanto, nos dias anteriores ao anúncio da ação mais pesada do BC, a taxa de câmbio havia se descolado significativamente do seu contrafactual, indicando que algo de muito diferente estava ocorrendo no mercado local. O gráfico sugere que a intervenção do BC ajudou a mover a taxa de câmbio em direção ao contrafactual, aparentemente eliminando excessos.

Em 14/6/2018, o BC anunciou que usaria mais US\$ 10 bilhões para intervir, e, até 20/6, já havia colocado um total de US\$ 40,6 bilhões, elevando o estoque de swap cambial para US\$ 64,4 bilhões. Desde a queda após o anúncio de 7/6/18, o real vem se depreciando em linha com seu contrafactual. Apesar da eficácia das intervenções, não seria aconselhável repetir a experiência iniciada em 2013, quando foi feito um programa de mais de US\$ 100 bilhões de swaps por mais de dois anos.

O BC deve estar pronto a intervir pontualmente sempre que o mercado cambial se tornar disfuncional. Mas, caso o cenário externo ou interno venha a se deteriorar, uma depreciação substancial da taxa de câmbio será inexorável.

---

**Fonte:** GARCIA, Márcio. Intervenções Cambiais do BC. Disponível em:<<http://www.valor.com.br/opiniaio/5612885/intervencoes-cambiais-do-bc>> Acesso em: 28 de Junho de 2018

## **Parlamento (Marcos Lisboa – 24/06/2018)**

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

\* \* \*

O nosso presidencialismo mudou. Sem plebiscito ou emenda constitucional, o Brasil tornou-se um quase parlamentarismo.

A Constituição de 1988 concedeu ao presidente imensos poderes, como o de editar medidas provisórias com força de lei que podiam ser reeditadas sem qualquer restrição. O ministro da Casa Civil talvez fosse mais importante do que a liderança da Câmara.

Não mais. As medidas provisórias agora têm prazo de validade e são extintas caso não sejam aprovadas em 120 dias pelo Parlamento. O Orçamento público tornou-se impositivo, devendo ser cumprido pelo Executivo. Foi-se o tempo em que se bastava eleger o presidente para determinar os rumos do governo.

Nossas leis determinam gastos públicos que ultrapassam 100% das receitas correntes. O novo governo precisará do apoio do Congresso para reduzir seus gastos ou propor aumentos de tributos para evitar o crescimento explosivo da dívida.

Aprovar mudanças na legislação requer, em princípio, maioria simples do Congresso. Nas últimas décadas, entretanto, nossos parlamentares transformaram as principais políticas públicas em emendas constitucionais. Reformá-las exige a aprovação por parte de 60% da Câmara e do Senado.

O presidente ainda decide sobre nomeação de cargos, o que garante algum poder de persuasão, mas cada vez menor com as novas leis, como a das estatais, que restringem as nomeações políticas. O controle da sociedade sobre a escolha de ministros também tem evitado algumas nomeações típicas do Brasil Velho.

O poder Executivo pode propor leis e o novo presidente provavelmente terá muito respaldo popular, ao menos no começo. Pouco vai acontecer, porém, se o governo não tiver capacidade de negociar com a maioria do Congresso.

Tudo indica que a campanha eleitoral irá se concentrar na escolha do presidente. O risco é debatermos demasiadamente a sucessão da “Monarquia” com poderes declinantes e descuidarmos da eleição para o Parlamento, que é quem tem a última palavra (desde que o STF não se manifeste).

No fim do século 18, Jorge 3º reinava sobre a Inglaterra e muitas colônias. O seu desatino tumultuava a corte e resultou, ao menos, em um filme divertido: “As Loucuras do Rei Jorge”. Por aqui, alguns candidatos a presidente parecem achar que destempero conta como medalha por bravura.

Vale lembrar que no meio do reinado de Jorge 3º a sua principal colônia declarou-se independente da Coroa, tornando-se os Estados Unidos da América. Foi sucedido por seu filho, Jorge 4º, um rei dissoluto, mas já irrelevante. Melhor mesmo fez quem, à época, prestou mais atenção ao Parlamento do que às idiossincrasias do rei.

---

**Fonte:** LISBOA, Marcos. Parlamento. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-lisboa/2018/06/parlamento.shtml>> Acesso em 28 de Junho de 2018.

## **Economia política do teto dos gastos (Samuel Pessôa – 24/06/2018)**

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

\* \* \*

Têm sido correntes entre os candidatos críticas à emenda que estabeleceu que o gasto primário da União não pode, por dez anos a se iniciarem em 2017, crescer a velocidade superior à alta da inflação.

Considera-se que, se o gasto suplantar o teto constitucional estabelecido, a emenda terá fracassado.

Esse entendimento está errado. A força da emenda constitucional que estabelece um limite ao crescimento do gasto primário vem da elevadíssima probabilidade de o teto ser rompido, caso não sejam feitas reformas importantes nas regras que determinam o crescimento da despesa obrigatória. Se não houvesse possibilidade de rompimento, a emenda não seria necessária.

Explico-me: a função da chamada emenda do teto é levar a uma profunda discussão do Orçamento com a redução gradual da despesa primária (em percentual do PIB) para que o país consiga fazer o ajuste fiscal.

Adicionalmente, a própria emenda estabelece regras de ajuste compulsório da despesa pública caso o gasto público ultrapasse o limite.

Nesse caso, não será possível aumentar salários de servidores públicos, elevar o salário mínimo real, contratar novos servidores além do necessário para repor os que se aposentam, renovar ou ampliar programas de isenção de impostos (como atualizar a tabela do Imposto de Renda ou elevar o nível para enquadramento de uma empresa no regime tributário especial do Simples), criar despesas obrigatórias etc.

Estamos no meio de fortíssimo conflito distributivo. A dívida pública de mais de 70% do PIB e a carga tributária de 33% do PIB são elevadas para um mercado emergente. Por outro lado, tem sido muito difícil aprovar no Congresso medidas que reduzam o gasto público, como a reforma da Previdência. Também tem sido muito difícil aprovar no Congresso medidas que elevem a carga tributária.

O equilíbrio desse jogo, se não for resolvido com as reformas necessárias para o cumprimento da emenda do teto dos gastos, será retornarmos ao abismo inflacionário dos anos 1980 e da primeira metade dos anos 1990.

O diagnóstico que produziu a emenda constitucional é explicitar o conflito distributivo antes que ele se transforme em inflação. É uma muleta para facilitar uma solução civilizada.

Como sempre afirmo, pior do que inflação, como solução para o conflito distributivo, somente guerra civil.

Nossa experiência é abundante em demonstrar que inflação no longo prazo impede o crescimento econômico e atinge desproporcionalmente os mais pobres.

Não há futuro com inflação: os pobres perdem, e a economia não cresce.

Uma possível flexibilização da emenda do teto seria excluir do limite alguns investimentos em logística em que a taxa de retorno fosse muito elevada a curto prazo — em razão de seus efeitos sobre o crescimento—, como ocorreu com o PPI (Programa-Piloto de Investimentos) em relação ao acordo de dívida do Brasil com o FMI nos anos 2000.

A emenda do teto é a âncora que temos para que o conflito distributivo brasileiro seja tratado antes que se transforme em inflação. Sem o teto e sem um forte aumento da carga tributária, teríamos de aceitar a volta da inflação. Argentina e Venezuela aceitaram.

Qualquer crítica ao teto precisa entender a sua natureza. As propostas de substituí-lo ou alterá-lo têm de se preocupar em saber se o que será colocado no lugar atende aos verdadeiros objetivos do teto.

Nunca é demais lembrar, ajuste fiscal é sempre corte de despesa e/ou aumento de receita (aumento de carga tributária).

---

**Fonte:** PESSÔA, Samuel. Economia política do teto dos gastos. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2018/06/economia-politica-do-teto-dos-gastos.shtml>> Acesso em 28 de Junho de 2018

## **Jogo de Soma Zero (Roberto Castello Branco – 26/06/2018)**

*Roberto Castello Branco é diretor do Centro de Estudos em Crescimento e Desenvolvimento Econômico da FGV*

\* \* \*

Defensores da intervenção do Estado na economia elegeram as políticas de produção e preços de combustíveis da Petrobras como culpados pela greve dos caminhoneiros.

A crítica à decisão da estatal de exportar petróleo cru em lugar de operar suas refinarias a plena capacidade reflete um velho preconceito e desconhecimento sobre o negócio.

Vários economistas nutrem desprezo pela exportação de commodities e abandonam a análise econômica para tratar a transformação industrial como verdadeiro fetiche. Todavia, produzir petróleo oferece retorno mais elevado do que atividades no downstream, como o refino.

Para um produtor integrado de petróleo, dadas as condições técnicas, a decisão sobre o grau de utilização da capacidade de uma refinaria depende da margem da rentabilidade de seus produtos. Se é mais rentável exportar óleo cru, faz sentido operar abaixo da capacidade. Isso é consistente com a maximização de valor para o acionista, e a sociedade brasileira é a maior acionista da Petrobras.

Combustíveis são commodities exportáveis e importáveis e devem ter seus preços domésticos alinhados às flutuações do mercado global. Hoje, seus preços no Brasil são aproximadamente iguais à média global, sendo os desvios explicados por subsídios e diferenças de carga tributária. Contudo, nada garante que o alinhamento às cotações internacionais persistirá.

Durante quatro anos a Petrobras manteve preços artificialmente baixos, o que além de causar à estatal (e a nós brasileiros) prejuízo de US\$ 40 bilhões, gerou várias externalidades negativas. Entre elas, a ruína de refinarias privadas e de produtores de etanol e incentivos a congestionamentos de trânsito, emissões de agentes poluentes danosos à saúde e aumento de acidentes.

Não houve reação por parte dos defensores de uma "postura estratégica e soberana" da Petrobras. Da mesma forma, o Cade, cujo mandato é a defesa da competição, se manteve passivo diante das práticas anticompetitivas da estatal.

A propriedade de 99% da capacidade de refino do país por uma única companhia é anomalia mantida por barreiras à entrada de novos players, como a política de preços de 2011-14. Cabe também ao Cade obrigar a estatal a se desfazer da maior parte de suas refinarias, criando condições para a formação de um mercado competitivo e eficiente.

A sugestão de impostos com alíquota flexível para proteger o consumidor da volatilidade de preços não é uma solução adequada. Não é claro porque os combustíveis merecem tratamento especial e não os alimentos, cujos preços também estão atrelados às flutuações internacionais e afetam desproporcionalmente o orçamento das famílias mais pobres.

Criar esse tipo de imposto colchão é semelhante a apagar um farol. Quando o Estado protege o consumidor de oscilações de preços, retira do sistema de preços relativos a capacidade de sinalizar para o mercado a escassez relativa de um produto. Burocratas são reconhecidamente incapazes de substituir o mercado.

Em lugar de impostos e subsídios a um combustível fóssil, nossa sugestão é que a regulação da ANTT passe a requerer, como acontece nos EUA, a presença nos contratos de fretes de cláusula que permita ajuste pelas mudanças de preços do diesel durante a viagem do caminhão.



Longe de representar, como alguém classificou, "epifenômenos", não se pode ignorar a situação do mercado de fretes rodoviários e da matriz de transporte.

De um lado, o desenvolvimentismo da Nova Matriz Econômica promoveu forte expansão de crédito subsidiado do BNDES, o que resultou, de acordo com dados da CNT, no crescimento da frota de caminhões em 4,9% ao ano entre 2007 e 2014, contra expansão anual do PIB de 3,3%. De outro, o fracasso da Nova Matriz implicou a profunda recessão de 2014-2016, com a maior perda de PIB real desde o início do século passado, e consequente contração da demanda por transporte de carga.

Faltou PIB, mas sobrou crédito subsidiado e dívida pública. A sociedade continuará ainda a pagar por vários anos pelos subsídios para estimular a excessiva dependência a rodovias.

O desequilíbrio do mercado de fretes foi o elemento catalisador da greve, produzindo, entre outras, a demanda por tabela de preços mínimos. O tabelamento dos fretes, uma espécie de cartel patrocinado pelo Estado, provocará significativas distorções na alocação de recursos ao afetar a espinha dorsal da cadeia produtiva, agravando a baixa produtividade de nossa economia.

As ferrovias são o meio mais eficiente para transporte de carga a longa distância e nossa rede ferroviária é muito pequena, possuindo extensão consideravelmente menor, em termos de quilômetro por área geográfica, do que a de países com vasto território, como EUA, China, Índia, Rússia, Canadá e Austrália. Para piorar, somos dependentes de rodovias de má qualidade, em boa parte estradas não pavimentadas, que, entre outras consequências, aumentam o custo operacional dos caminhões.

A estrutura atual do transporte de carga no Brasil resulta em barreiras ao comércio internacional e ao comércio interno, com impacto negativo sobre o crescimento econômico. Ao mesmo tempo, confere poder excessivo a empresas e caminhoneiros autônomos, nos tornando reféns de suas pressões.

A tentativa de resolver problemas de mercado com mais Estado implicou redistribuição de renda da sociedade para um grupo de interesse e, simultaneamente, em distorções que restringirão o crescimento da economia.

A reação à crise foi mais um episódio típico do populismo que prevalece no Brasil. Trata-se do jogo de soma zero, em que são dados privilégios para alguns à custa da maioria da população e se eliminam oportunidades para a construção de uma economia vibrante e próspera. Não é claro porque os combustíveis merecem tratamento especial e não os alimentos, cujos preços afetam desproporcionalmente o orçamento dos mais pobres.

---

**Fonte.** BRANCO, Roberto. Jogo de soma zero. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/5618801/jogo-de-soma-zero>> Acesso em 28 de Junho de 2018

## **Mudança de ciclo? (Mário Mesquita 28/06/2018)**

*Economista-chefe do Itaú Unibanco*

\* \* \*

Os sinais mais nítidos de aquecimento da economia americana, a partir de meados do primeiro trimestre, e as evidências de que o Fed, o banco central dos Estados Unidos, poderia reagir com uma alta menos gradual da taxa de juros, contribuíram para desencadear uma tendência de fortalecimento do dólar e uma inflexão da política monetária, em direção menos expansionista, em diversas economias emergentes.

Ainda que a orientação geral das mudanças na política monetária seja contracionista, há grande variância, até agora, no seu conteúdo.

Em alguns casos, como na Argentina e na Turquia, as altas foram bastante expressivas (12,75% e 9,75%, respectivamente). Tais movimentos, por sinal, acabaram tendo efeito desproporcional sobre a perspectiva do mercado quanto ao estado da política monetária nas economias emergentes. Em outros, como no caso brasileiro, houve a interrupção, que pode se mostrar definitiva, de um ciclo de distensão monetária.

Vale examinar os fatores que levaram às distintas respostas de política econômica. Para simplificar a análise, consideramos sinais típicos de desequilíbrio macroeconômico, a saber: o comportamento da inflação e das expectativas em relação às metas, o saldo em conta corrente e a taxa de desemprego.

É possível dividir as economias emergentes no início do processo, em fevereiro passado, em quatro grupos: aqueles com inflação acima da meta e acelerando (Argentina, Turquia, República Tcheca, Índia e Filipinas); os que estão com inflação em queda, mas acima da meta (México, Colômbia e Taiwan); os que têm inflação abaixo da meta, mas em aceleração (Rússia, Hungria, Indonésia, Hong Kong, África do Sul, Coreia do Sul, Peru, Chile, Tailândia, Cingapura e Malásia); e aqueles que têm inflação abaixo da meta e em queda (Polônia, China e Brasil) - utilizando núcleos e, na ausência de metas formais, a inflação média dos últimos três anos para fazer a classificação.

Todos os países no primeiro grupo experimentaram altas de taxas de juros, sendo mais fortes, como mencionado acima, na Argentina e na Turquia, as quais, além de problemas inflacionários, têm elevados déficits em conta corrente (equivalentes a 3,7% e a 6,3% do PIB, respectivamente) e desemprego abaixo da média histórica.

No segundo grupo, houve respostas variadas. O México, face às incertezas políticas e nas relações comerciais, e com o mercado de trabalho aquecido, apertou a política monetária, a Colômbia a relaxou, enquanto Taiwan deixou a taxa básica estável.

Há um grande número de economias emergentes com inflação abaixo da meta (ou da média dos últimos anos), mas em aceleração. Também nesse grupo as ações de política monetária têm sido díspares: África do Sul, Rússia e Chile cortaram a taxa básica, ao passo que Hong Kong (em linha com o Fed) e Indonésia aumentaram os juros, e os demais não alteraram a taxa básica.

No grupo em que o Brasil se incluía, em fevereiro passado, entre economias com inflação subjacente baixa e em desaceleração, duas delas mantiveram a taxa de juros (Polônia e China), enquanto o nosso Banco Central (BC) cortou a Selic em 0,5%.

No caso brasileiro, a depreciação cambial, que parece refletir fatores externos e também locais (o risco soberano brasileiro, medido pelo CDS de cinco anos, subiu de cerca de 160 pontos-base, no início do ano, para 265 p.b., recentemente), contribuirá para uma aceleração inflacionária. No curto prazo, aos efeitos da depreciação se juntarão

aqueles, importantes, derivados das interrupções de oferta causadas pela paralisação dos transportes de carga rodoviários. Com isso, a inflação deve apresentar alta forte no curto prazo, para a faixa de 4,5% em termos anuais.

Mas a paralisação do transporte e o concomitante aperto das condições financeiras (juros de mercado e dólar em alta, bolsa em queda) devem esfriar uma recuperação que já se mostrava não mais do que tépida, o que tende a manter o grau de ociosidade da economia elevado por mais tempo.

O fato é que o balanço de riscos tanto para a inflação quanto para a atividade piorou nas últimas semanas. O BC, corretamente, tem priorizado a análise à analogia em seu processo decisório, dando peso maior às condições locais do que a desenvolvimentos globais na determinação da Selic, e não tem evitado que o real se ajuste ao novo cenário. Com isso, a autoridade monetária não chancelou, em sua última reunião, a alta de juros que estava apreçada no mercado até poucos dias antes do evento. Mas tampouco conseguiu, pelo menos em um primeiro momento, convencer os investidores de que o risco inflacionário passou, ou que seria insignificante. Isso vai depender do comportamento das medidas subjacentes (ou núcleos) de inflação e das expectativas inflacionárias durante e após o repique de junho.

O alto grau de ociosidade prevalecente na economia e a credibilidade da diretoria do Banco Central tendem a limitar o risco de o choque se generalizar e se perpetuar. Mas o BC está correto ao sugerir, em sua comunicação, que as próximas decisões da política monetária vão depender mais do que o normal da evolução dos dados, e não estão pré-determinadas.

---

**Fonte.** MESQUITA, Mário. Mudança de ciclo?. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/opiniao/5623999/mudanca-de-ciclo>> Acesso em 28 de Junho de 2018

## **Quousque tandem? (Alexandre Schwartzman – 27/06/2018)**

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

\* \* \*

Pelo que se ouve na campanha, não parece ter caído entre os candidatos a ficha da gravidade do problema fiscal no Brasil. Não faltam soluções simples, elegantes e completamente equivocadas para colocar as contas públicas em ordem. Já seriedade, compromisso com mudança e honestidade para comunicar à população a profundidade do buraco seguem como mercadorias escassas no mercado político nacional, postura que, se mantida, irá trazer sérios problemas para qualquer um que assuma o poder daqui a meros seis meses.

O governo, em suas três esferas, gastou no ano passado R\$ 3,1 trilhões, equivalente a 47% do PIB; em 2010, o primeiro ano para o qual temos números comparáveis, o gasto era R\$ 2,7 trilhões (a preços de 2017), ou 43% do PIB. A tendência de aumento persistente do gasto que se observou no período não é um acidente. Outros

conjuntos de dados mostram que tanto o governo federal como suas contrapartes locais vêm aumentando suas despesas persistentemente, embora não pelos mesmos motivos.

No caso do governo federal trata-se principalmente da previdência, não só o INSS, mas também o pagamento de aposentadorias e pensões para o funcionalismo, que em 2016 atingiram 11% do PIB contra 9% do PIB em 2010.

Já quando analisamos os governos locais, o cerne da questão é o funcionalismo, cujo custo chegou a 9,1% do PIB no ano passado, comparado a 7,8% do PIB em 2010.

Vale dizer, do aumento de 4 pontos percentuais do PIB das despesas a partir de 2010, 3,3 se originaram dos benefícios previdenciários e da remuneração de empregados, ou seja, mais de 80% do crescimento do gasto resultou de apenas duas contas.

À luz disso, o que se espera das equipes econômicas dos candidatos é que não só se pronunciem sobre tais assuntos como, de preferência, sinalizem o que pretendem fazer na área. No entanto, com honrosas exceções, nada se fala sobre a dinâmica de gasto crescente que requer alterações constitucionais consideráveis, só possíveis no caso de um mandato popular claro a favor delas.

Pelo contrário, o que se vê são mágicas: impostos sobre heranças (cuja estimativa de arrecadação é puro chute), caça aos desperdícios, delírios sobre o quanto o governo teria a receber de empresas há muito falidas, falatório sobre a dívida, sugerindo na prática um calote mal-disfarçado, mistificação sobre mudança do regime da previdência de repartição para capitalização sem dizer de onde viriam os recursos para bancar o período de transição, e outras cascatas do mesmo calibre.

É muito claro que falta aos que propõem estas bobagens coragem (quando não conhecimento) para dizer à população o tamanho da encrenca em que estamos metidos. É certamente mais cômodo fingir que basta vontade política e um tom de voz estridente para desatar o nó das contas públicas do que explicar a real natureza do problema e quão complicado será resolvê-lo.

Faz sentido para se eleger, mas aumentará exponencialmente a dificuldade de aprovar qualquer medida de peso na área fiscal porque lhes faltará o mandato popular para levar adiante o que não colocaram de forma clara ao eleitorado. Deveriam ter aprendido com o governo Dilma, mas definitivamente não se corrigem.

---

**Fonte.** SCHWARTSMAN, Alexandre. Quousque tandem?. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/alexandreschwartzman/2018/06/quousque-tandem.shtml>> Acesso em 28 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.