

**REUNIÃO DE CONJUNTURA**

**09/07/2018**

**Artigos de Conjuntura Local**

Liberalismo Tropical (Gustavo Franco – 24/06/2018) .....	1
Política Monetária e os Riscos das Eleições (Marcelo Kfoury – 28/06/2018) .....	2
Três mitos sobre o ágio em aquisições (Marcos Lisboa e Vanessa Canado – 02/07/2018)...	3
O consenso possível (Samuel Pessôa – 01/07/2018).....	6
Reforma Tributária e alta de Impostos (Nilson Teixeira – 04/07/2018) .....	7
O abalo na confiança (Aloisio Campelo Júnior – 29/06/2018) .....	9
Ecos de 1968 (Alexandre Schwartzman – 04/07/2018) .....	11



## Liberalismo Tropical (Gustavo Franco – 24/06/2018)

Ex-Presidente do Banco Central, é sócio da Rio Bravo Investimentos.

\* \* \*

Não é fácil explicar o que se entende por liberalismo no Brasil. As palavras adquirem o sentido que o usuário lhes impõe, e nesse caso, trata-se de um estrangeirismo que temos deglutido e adaptado, como já fizemos muitas vezes no passado.

O fato é que, no plano da economia, e num formato muito nosso, o liberalismo está na moda.

Com as exceções de praxe, todos os presidenciáveis se associaram a um economista descrito como liberal, quando não é o próprio a disputar, como quem se enfeita com uma bolsa de grife e terceiriza responsabilidades.

Não há dúvida que está brotando espontaneamente no Brasil um sentimento vago e forte contra o Estado Redentor, na prática mais opressor que benfeitor na economia, e corrupto ao tratar os desiguais desigualmente amiúde piorando a desigualdade.

O fato é que o surgimento desse novo liberalismo “raiz” precisa ser mais bem entendido e há ao menos quatro explicações para o fenômeno.

A primeira delas tem a ver com o envelhecimento de uma fala tipicamente tucana segundo a qual “como o mercado não resolve tudo ... o Estado precisa atuar”. Essa ideia já era velha em 1988 pois, naquela altura, nosso problema não era mais a falta de intervenção do Estado, mas o excesso. Na realidade, tínhamos uma hiperinflação de (promessas feitas pelo) Estado, não?

Por isso mesmo, o Plano Real só funcionou no contexto de um ambicioso programa de privatização e desregulamentação com a intenção expressa de reduzir a presença do Estado na economia. Anote, leitor, um programa inclusivo teve que ver com menos Estado.

Uma segunda explicação tem a ver com responsabilidade fiscal, que se tornou um imperativo ético e foi incorporado à pauta liberal em razão da “nova matriz”, das “pedaladas” e do “petrolão”. Mais correto seria admitir que o assunto extravasa os campos ideológicos. Déficit não tem caráter, dizia um sábio, é apenas um “rombo”, e às vezes, um roubo. Nem um nem outro são admissíveis nos dias que passam, queremos finanças sadias e honestas.

Um terceiro esclarecimento tem a ver com a esdrúxula tese segundo a qual o liberalismo no Brasil teria uma raiz autoritária, ou estaria a serviço do autoritarismo. Conceitualmente não há cabimento, tampouco condiz com a experiência histórica brasileira. Basta lembrar que a face econômica mais contumaz da ditadura é a de Delfim Netto, cujo intervencionismo nacionalista o levaria, anos depois, à posição de conselheiro de Lula e Dilma. Vale lembrar que depois de 1967, Roberto Campos, por exemplo, se tornou uma figura tão ornamental quanto hoje são alguns economistas de perfil liberal aconchegados em partidos e candidaturas que não possuem esta índole.

Sim, existem liberais de aluguel, que não são insinceros e muitas vezes afirmam, com razão, que seria muito pior se não estivessem ali. Era o que dizia Hjalmar Schacht, o

herói da estabilização alemã de 1923, para justificar sua presença no ministério de Hitler, o mesmo argumento de Mario Henrique Simonsen sobre trabalhar para Ernesto Geisel.

O quarto e último ponto tem a ver com a tese segundo a qual o liberalismo não é para um país desigual como o Brasil, portanto uma “ideia fora do lugar”, ou “estrangeira em seu próprio país”, para usar expressões consagradas de Roberto Schwarz e de Sergio Buarque de Holanda.

O próprio Schwarz afirma, no entanto, que um dos lugares comuns mais caros ao pensamento conservador é justamente a ideia que as ideias avançadas na organização econômica, nos direitos sociais e mesmo nas artes seriam incompatíveis com as feições autênticas do Brasil. Conforme esclarece o autor, não se trata “de afirmar pela enésima vez, que as instituições de ideias progressistas do Ocidente são estrangeiras e postizas em nossos países, mas sim de discutir as razões pelas quais parece que sejam assim. Por que a marca da inadequação nessas tentativas de modernidade?”

O fato é que, ainda que atrasado e atabalhado, o Brasil está chegando mais próximo do ideal iluminista de liberdade, igualdade e progresso. Vamos ver em outubro.

---

**Fonte:** FRANCO, Gustavo. Liberalismo tropical Disponível em:

<<https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,liberalismo-tropical,70002364055>>

Acesso em 05 de Julho de 2018

## **Política Monetária e os Riscos das Eleições (Marcelo Kfoury – 28/06/2018)**

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

\* \* \*

Tendo em vistas os últimos documentos oficiais do Banco Central do Brasil, tanto a ata do Copom de junho como o próprio Relatório de Inflação de junho, divulgado hoje (28/06), a grande novidade foi não mais tentar antecipar os próximos passos da política monetária, mas sim aguardar os dados econômicos vindouros para decidir os juros básicos (Selic). Esse comportamento é muito sensato e em linha com a sugestão do meu último blog de o BCB desatar as suas próprias mãos. Portanto, não só temos que analisar as próprias projeções de inflação, mas também e de forma não menos relevante, os riscos externos e políticos que podem afetar essas projeções.

Em relação as projeções apresentadas no relatório de inflação, considero relevante observar apenas o cenário de referência, que supõe o câmbio e os juros constantes nos níveis atuais, já que o câmbio de mercado coletado pelo Focus está muito defasado em relação aos riscos associados. A projeção de inflação do BCB nesse cenário em 2018 merece duas qualificações: (i) subiu de 3,6% em março para 4,2% em junho devido a desvalorização do real (R\$3,25 para R\$3,70); (ii) esse cenário não contempla integralmente o susto do IPCA-15 de junho, que deve levar a inflação do mês para acima de 1%, sendo, portanto, 4,2% até um valor modesto. Já a projeção de 2019 está em linha com as minhas estimações e como se encontra ligeiramente abaixo do

centro da meta para o próximo ano (4,1% em relação 4,25%) é absolutamente relevante para futuras decisões de política monetária.

Houve um grande esforço de esclarecimento por parte do Banco Central para não haver correlações mecânicas entre o nível do câmbio e as decisões de política monetária. Conforme já exaustivamente salientado, a taxa de cambio pode afetar a política monetária apenas de maneira indireta, isso é pela inflação. Se há uma depreciação muito grande da moeda doméstica e enfraquecimento da moeda é repassado gradualmente para a inflação, pode ocorrer então uma reação da autoridade monetária.

Mas se ainda há alguma folga nas projeções, gostaria de salientar que os riscos associados as projeções podem estar subdimensionados. O cenário base que é contemplado nas projeções considera que as reformas fiscais irão prosseguir. Porém, essa hipótese me parece, mesmo ainda sendo possível, cada vez menos provável. O consultor político Chris Garman, da Eurasia desenvolveu uma taxonomia que divide os candidatos em três grupos: reformistas, semi-reformistas e não reformistas. Ele atribui apenas 25% de chance de um candidato reformista ser eleito, o que mostra que o que é tratado como risco pelo banco central talvez poderia ser na verdade, cenário básico.

Um incremento negativo para esse cenário eleitoral é que quase toda a depreciação do câmbio de R\$3,25 de março para R\$3,80 atualmente está ainda associado com a fatores externos, ligados a re-precificação da política monetária americana e o próprio fortalecimento do dólar frente as principais moedas. Portanto, vejo pouca chance do cambio voltar nos próximos meses. A penas a visa de curiosidade, o stress com a eleição do Lula em 2002, quando o dólar foi a quatro reais, corrigindo pelo diferencial de inflação, essa cotação dólar/real equivaleria a algo perto de R\$7 hoje.

Resumindo, mesmo com todas as ressalvas sobre o efeito indireto do cambio nas decisões de política monetária e também considerando que o repasse cambio inflação sendo limitado, é seguro dizer as projeções para a inflação não aguentam tanto desaforo. Pois, flutuações acentuadas do câmbio, quando não acompanhadas de quedas acentuadas dos preços das commodities, tem alto potencial inflacionário, principalmente num contexto adverso do setor externo de fortalecimento do dólar e com fragilidades fiscais acentuadas como é o caso do Brasil atualmente. Portanto, no andar da carruagem, altas da Selic podem não ser apenas em 2019 como o Relatório de Mercado do Focus prevê.

---

**Fonte:** KFOURY, Marcelo. Política Monetária e os Riscos das Eleições. Disponível em:< <https://economia.estadao.com.br/blogs/mosaico-de-economia/politica-monetaria-e-os-riscos-das-eleicoes/>> Acesso em: 05 de Julho de 2018

## **Três mitos sobre o ágio em aquisições (Marcos Lisboa e Vanessa Canado – 02/07/2018)**

*Marcos Lisboa é presidente do Insper.*

*Vanessa Rahal Canado é professora da FGV Direito-SP*

\* \* \*

Nas últimas décadas, o surgimento de grandes bases de dados, com informações de mais de uma centena de países desde meados do século XX, tem permitido analisar os fatores mais correlacionados com o crescimento econômico.

Talvez surpreendentemente, as regras do jogo em uma economia de mercado são relevantes para explicar a diferença de renda entre os países. Por exemplo, a eficiência do Judiciário em resolver conflitos, medida pelo tempo e pelo custo das ações judiciais, está correlacionada com o desenvolvimento dos países. O mesmo vale para a segurança sobre as garantias no mercado de crédito, entre outros.

No Brasil, há inúmeras regras mal definidas que levam a longos conflitos, a exemplo das normas tributárias, repletas de casos particulares e por vezes revistas pelo regulador com efeito retroativo. O resultado é a insegurança jurídica e o imenso contencioso que prejudicam o ambiente de negócios e as decisões de investimento.

Em 2014, as 30 maiores empresas não-financeiras do país (em receita líquida) acumulavam R\$ 283,4 bilhões em contencioso tributário. Principal responsável: o ágio na aquisição de empresas - R\$ 18,7 bilhões. Os mitos que cercam esse tema e as suas sucessivas reinterpretações ilustram a disfuncionalidade das nossas normas tributárias.

Em 1997, a legislação fiscal permitiu que o ágio, sobrepreço em relação ao patrimônio líquido das empresas adquiridas, poderia ser deduzido do lucro tributável em no mínimo 5 anos.

Durante mais de uma década, o ágio foi utilizado e sua dedutibilidade era aceita. Recentemente, porém, a jurisprudência do Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF) mudou, resultando em autuações severas.

Alguns casos duvidosos, relativos à apuração de ágio em operações entre empresas com quadro societário idêntico (ágio interno) e sem a contrapartida de tributação do ganho de capital, colaboraram para a confusão. Era (e ainda é) possível separar essas situações daquelas em que há negócio entre partes independentes. Entretanto, parece que isso não interessa mais ao Carf, dada a premissa atual de que se trata, sempre, de um benefício fiscal utilizado de forma ilegítima.

Existem três mitos sobre o ágio.

O primeiro está relacionado à intenção do governo ao permitir a sua dedução fiscal com a publicação da Lei 9.532 em 1997. Muitos textos, debates e até decisões do Carf parecem supor que o ágio foi estabelecido para estimular as privatizações dos anos 90, afinal representaria uma vantagem adicional de 34% para o comprador.

Apesar da coincidência entre o período da publicação da lei e as privatizações, a exposição de motivos do Ministério da Fazenda faz referência a outra razão: regular a utilização do ágio tendo em vista os planejamentos tributários decorrentes da aquisição de empresas deficitárias. É provável que a referência seja às operações feitas com base no art. 34 do Decreto-Lei 1.598/77, que permitiam dedução integral e imediata, como perda de capital, da diferença entre o valor de aquisição e o acervo líquido da empresa incorporada. Pela exposição de motivos, o ágio nunca esteve restrito às privatizações e foi criado para mitigar um planejamento tributário considerado "não ortodoxo".

O segundo mito é o de que o ágio é um benefício fiscal. Essa afirmação surpreende, já que ele foi criado para mitigar planejamentos tributários, além de desconsiderar que o ágio compõe o preço de venda, e deveria ser tributado pelo ganho de capital.

Independente disso, a aquisição de participações em empresas pode ser vista e regulada como qualquer outro investimento. Comprar uma participação societária não deveria ser mais ou menos oneroso do que comprar uma máquina ou outro ativo não-circulante. Os valores pagos pelas máquinas são deduzidos pelo seu prazo de vida útil, via depreciação, e aqueles pagos pelos intangíveis, pelo prazo de utilização do direito.

O ágio, entretanto, possui uma particularidade, pois não se relaciona a um ativo com prazo de vida útil definido. Seu fundamento é a expectativa de rentabilidade futura da investida, decorrente, por exemplo, de ganhos de sinergia. Nesse caso, qual o prazo para amortizá-lo? Existem dois caminhos: amortização por um prazo prefixado ou impossibilidade de amortização.

Antes de 2009, a regra contábil utilizava o primeiro caminho. A amortização do ágio era feita no prazo, extensão e proporção dos resultados projetados, observado o máximo de 10 anos. As regras tributárias também seguiram esse caminho a partir de 1997, com a Lei 9.532 permitindo a dedução em 5 anos.

A partir de 2009, com a adoção do IFRS, esse caminho foi abandonado pela contabilidade e o ágio (goodwill) não pode mais ser amortizado. A legislação tributária não alterou a opção pela dedução em 5 anos na reforma preparada especificamente para tratar das diferenças entre o novo padrão contábil (IFRS) e as normas tributárias (Lei 12.973/14).

O terceiro mito é o de que o ágio beneficia o comprador, em razão da dedução de parte do preço pago na apuração do lucro tributável. Juridicamente, essa é a premissa que justifica as autuações. Esqueceram de combinar com a economia.

Em um mercado competitivo, qualquer vantagem previsível que decorre da compra está embutida no preço de venda, como o ativo fiscal de 34% do ágio. O benefício, portanto, é apropriado pelo vendedor, e não pelo comprador. O comprador pagou o preço acordado e realiza o investimento pelo prazo legalmente definido. No caso das privatizações, o beneficiário, a propósito, era o próprio Estado.

Pode-se alterar a norma legal do ágio e impedir a sua dedutibilidade. A conta não será paga pelo comprador, mas pelo vendedor, com o menor preço de venda.

Não somos um país pobre à toa. A incerteza sobre a regra para o aproveitamento do ágio decorrente do vai-e-vem da jurisprudência e as interpretações equivocadas sobre os seus beneficiários ilustram o imenso esforço que fazemos para prejudicar o ambiente de negócios e a geração de renda.

---

**Fonte:** LISBOA, Marcos; CANADO, Vanessa. Três mitos sobre o ágio em aquisições. Disponível em: < <https://www.valor.com.br/opiniaio/5631109/tres-mitos-sobre-o-agio-em-aquisicoes> > Acesso em 05 de Julho de 2018.

## O consenso possível (Samuel Pessôa – 01/07/2018)

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

\* \* \*

O processo eleitoral ganha corpo. Apesar de certo sentimento de que há muita polarização, é possível enxergar na conversa certos consensos.

Há quatro áreas em que parece haver acordo ao menos nos termos gerais. Primeiro, a necessidade de que a política pública em geral e a política econômica em particular enfrentem o problema da baixa produtividade e do fraco crescimento brasileiro, males que nos atingem desde a primeira metade dos anos 1980.

Segundo, a necessidade de que se ataque a desigualdade.

Terceiro, a importância do ajuste fiscal, ou seja, o reconhecimento de que, se o setor público não consegue pagar suas contas, mais cedo ou mais tarde cairemos no abismo inflacionário, tão conhecido dos mais velhos.

O quarto item do consenso é a necessidade de maior profissionalização do setor público e a melhoria da qualidade dos seus serviços, principalmente nas áreas de educação, saúde e segurança.

No primeiro item parece haver consenso de que temos de reduzir o custo administrativo das empresas brasileiras ao pagar impostos. O custo de observância da legislação tributária —dos impostos indiretos, nomeadamente, PIS-Cofins, IPI, ICMS e ISS— é exorbitante.

Há várias propostas na praça, sendo a melhor delas a do Centro de Cidadania Fiscal, para trocar esses tributos por um imposto sobre o valor adicionado (IVA) que seja compartilhado entre a União, estados e municípios. Fácil de escrever, difícil de fazer, parece que a medida tem amadurecido.

A maior abertura da economia, item importante em qualquer agenda de crescimento, parece ser bem menos consensual.

Nossa sociedade é muito desigual. É comum culpar os 350 anos de escravidão como a origem da má distribuição. No entanto, é provável que o fator que isoladamente mais explique nossa desigualdade pornográfica atual tenha sido a decisão tomada nos anos 1930, e que mantivemos até a redemocratização, nos anos 1980, de enfrentar uma transição demográfica com investimentos muito deficientes em educação.

Nos anos 1950, quando o crescimento populacional era da ordem de 3% ao ano, o investimento público em educação fundamental não ultrapassava 1% do PIB.

Hoje, não há subinvestimento em educação: gastamos 6% do PIB.

A agenda de redução da desigualdade passa também pela melhoria dos serviços públicos, pela elevação da progressividade dos impostos e pela redução dos privilégios, principalmente os previdenciários dos servidores públicos --que muito oneram o Tesouro e estão totalmente fora do razoável em termos comparativos internacionais.

O terceiro item do consenso é a necessidade de arrumarmos as contas públicas. Será necessário aumentar impostos e/ou reduzir gastos —com reformas, como a previdenciária. Não há consenso no desenho, e é atribuição do processo eleitoral que os

candidatos explicitem à sociedade como pretendem atacar o problema fiscal e qual peso darão a corte de gastos e elevação de receitas.

Finalmente, resta o tema da elevação da eficiência do setor público. Será importante que os candidatos se pronunciem, por exemplo, em relação aos seus diagnósticos sobre os motivos de gastarmos 6% do PIB com educação —o governo sul-coreano nunca gastou mais do que 3,5%, mesmo quando a Coreia do sul era mais pobre do que o Brasil— e a qualidade ser tão ruim nessa área essencial.

Essa é a agenda, penso eu, do consenso possível. As divergências serão mais de meio do que de objetivo.

---

**Fonte:** PESSÔA, Samuel. O consenso possível. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuelpessoa/2018/07/o-consenso-possivel.shtml>> Acesso em 05 de Julho de 2018

## **Reforma Tributária e alta de Impostos (Nilson Teixeira – 04/07/2018)**

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

\* \* \*

O Brasil precisa de um sistema tributário mais simples, neutro e transparente. Há consenso entre especialistas, empresários e políticos de que é necessário unificar vários tributos, mudar bases de incidência, eliminar vários impostos, contribuições e regimes especiais e reduzir subsídios. Lamentavelmente, o consenso termina aí. Não há concordância sobre qual o melhor sistema e tampouco sobre como implementar uma reforma tributária. Assim, a aprovação no Congresso de uma transformação dessa magnitude exigirá um grande esforço de negociação do futuro presidente.

Há várias propostas sobre o tema tributário, com a maioria sugerindo a transferência da maior incidência de impostos do consumo para a renda. Isso reduziria a carga tributária sobre bens e serviços, que alcançou 16% do PIB em 2016, bem mais alta do que nos países da OCDE (média de 11% do PIB), com exceção da Hungria. Essa alteração elevaria a cobrança de tributos sobre a renda, dividendos e ganhos de capital - 6% do PIB em 2016, total bem mais baixo do que nos países da OCDE (média de 12% do PIB). Uma das propostas já está em tramitação na Câmara dos Deputados. Essa versão tem, de maneira resumida, um imposto de renda federal, tributos estaduais sobre valor agregado e impostos municipais sobre o patrimônio. Outra proposta é a do Centro de Cidadania Fiscal, que defende uma transição gradual que, entre outras mudanças, substituiria Pis/Cofins, IPI, ICMS e ISS por um Imposto sobre Bens e Serviços, incidente sobre o valor adicionado.

A qualidade do sistema tributário piorou desde a Constituição de 1988, com a carga tributária aumentando até meados da década passada e a sua regressividade crescendo significativamente. Essa alta carga - 32,4% do PIB em 2017 - é uma das razões da oposição da sociedade à alteração da legislação tributária. O receio é que uma mudança mais extensa aumente essa carga, tornando-a ainda mais regressiva e penalizando os menos favorecidos.



Outro obstáculo à aprovação de uma reforma ampla advém da vulnerabilidade das contas públicas. A maioria dos representantes dos governos regionais receia uma perda importante de receita nos seus Estados e municípios. Esse temor é contornado pela maioria das propostas de reforma com a imposição de uma transição excessivamente longa.

Em um país com concentração de renda tão alta, a aprovação no Congresso de uma reforma mais profunda e com efeito mais imediato seria facilitada com a redução da regressividade do sistema tributário. Há espaço para um aumento dos impostos sobre os mais ricos e para a redução das renúncias tributárias, sem impacto direto sobre a maioria da população. Além disso, isso tornaria o sistema mais equânime e poderia permitir até uma redução dos impostos sobre os mais pobres.

A aprovação em 2018 de apenas três medidas discutidas pelo Congresso nos últimos anos diminuiria essa regressividade e aumentaria a arrecadação em cerca de R\$ 80 bilhões em 2019, a saber:

1 - Cobrança de imposto sobre distribuição de lucros e dividendos - como esses rendimentos declarados no IRPF foram de R\$ 269 bilhões em 2016, uma tributação de 20% sobre essa receita geraria uma arrecadação relacionada às pessoas físicas superior a R\$ 55 bilhões em 2019. O tema é complexo, pois embute questões, por exemplo, relativas a alegações de dupla tributação. Ademais, estratégias de planejamento tributário podem reduzir essa estimativa.

2 - Elevação do imposto sobre a distribuição de lucros na forma de Juros sobre o Capital Próprio (JCP) - a renúncia tributária ocorre, de forma simplificada, no caso de o IRPJ do setor ser maior do que a alíquota de 15% incidente sobre o acionista, no caso de distribuição de JCP. Sem considerar o fim da possibilidade de dedução da JCP da base de cálculo do IR, a elevação dessa alíquota para 27,5% aumentaria a arrecadação, apenas considerando pessoas físicas, em quase R\$ 2 bilhões em 2019, dada a receita de JCP declarada no IRPF em 2016 de R\$ 13,4 bilhões.

3 - Recolhimento semestral de imposto do renda pelos fundos fechados - a proposta torna a tributação sobre os fundos fechados similar à incidente sobre os abertos, cujos rendimentos são sujeitos ao "come cotas" semestral de 20% sobre sua rentabilidade, ressalvados fundos de ações e imobiliários, entre outros. Apesar de haver alternativas para continuar postergando o pagamento do imposto, a receita com essa nova regra poderia superar R\$ 20 bilhões em 2019 - por conta da cobrança sobre o estoque de fundos fechados acima de R\$ 200 bilhões - e R\$ 3 bilhões nos anos seguintes.

Uma outra receita fiscal viria da redução das renúncias tributárias, que alcançam 4% do PIB ao ano. Um corte de 20% desses gastos elevaria a arrecadação em quase R\$ 60 bilhões em 2019. Apesar da necessidade de eliminação de muitos desses privilégios, grande parte dos favorecidos não concordam que as vantagens que lhes beneficiam sejam excessivas ou injustificáveis. Assim, um corte dessas renúncias sofreria grande oposição por parte dos grupos de pressão mais organizados e influentes.

Em suma, a adoção de um sistema tributário moderno será uma tarefa árdua para o futuro presidente. Além da oposição de representantes de entes regionais e de diversos

grupos de interesse, o governo enfrentará resistência por parte da sociedade, dada a percepção de que a qualidade dos serviços prestados pelo Estado está bem aquém dos custos associados à alta carga tributária. A forma mais justa de contornar essa resistência seria a de aumentar a carga tributária dos mais ricos, historicamente beneficiados por sua regressividade. O problema disso é que a elite chora alto e é bem mais organizada na defesa de seus privilégios.

---

**Fonte.** TEIXEIRA, Nilson. Reforma Tributária e alta de impostos. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/opiniaio/5636685/reforma-tributaria-e-alta-de-impostos>> Acesso em 05 de Julho de 2018

## **O abalo na confiança (Aloisio Campelo Júnior – 29/06/2018)**

*Aloisio Campelo Júnior é formado em economia pela PUC-RJ, com diploma em Economics for Development pela Universidade de Londres (QMW) e mestrado em economia pela FGV.*

\* \* \*

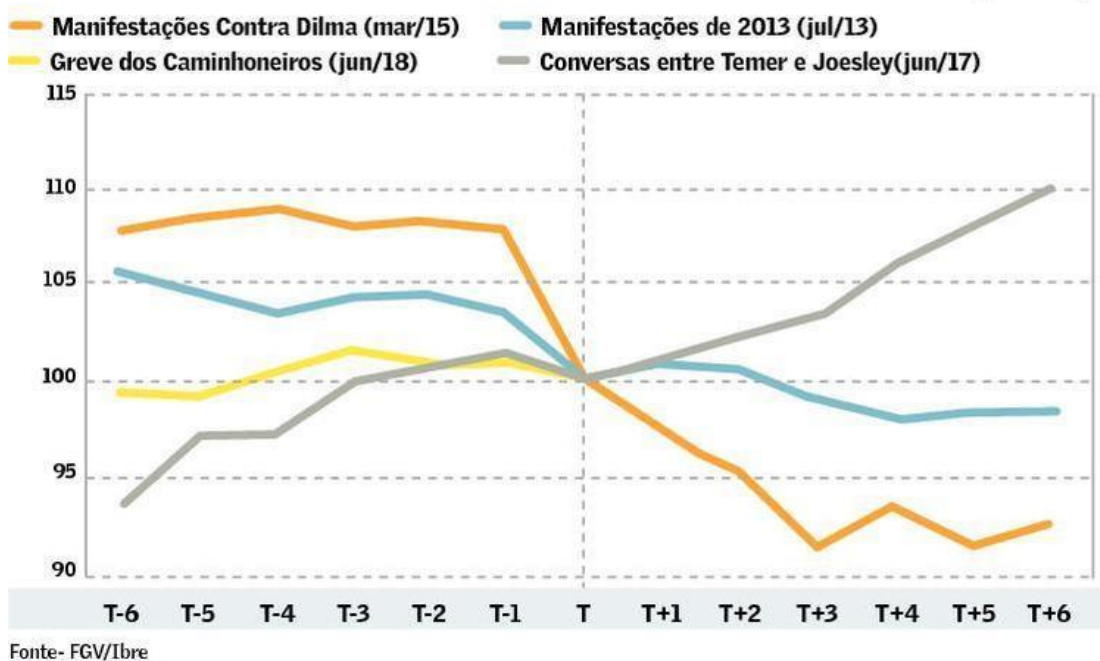
A ideia de que flutuações na confiança empresarial ou dos consumidores estejam entre os fatores determinantes dos ciclos econômicos é bastante disseminada entre economistas. Ela pressupõe que os indicadores de confiança retratem os ciclos, mas também contenham informações independentes, que podem ser chamadas de "sentimento puro", ou, na forma keynesiana original, de "animal spirits".

No âmbito puramente econômico, a relação entre as variáveis de sentimento e macroeconômicas se daria nos dois sentidos. Um recuo do nível de atividade influenciaria negativamente a confiança, condicionada à forma como os agentes percebam a conjuntura. Um choque negativo na confiança por sua vez afetaria decisões de consumo e/ou investimento, levando à desaceleração ou queda do nível de atividade.

O comportamento dos índices de confiança brasileiros nos últimos anos se encaixa nesta leitura. De modo geral, estes indicadores retratam com fidelidade os períodos de aceleração e desaceleração da economia. Mas a força da confiança do consumidor nos anos seguintes à crise de 2008-2009 ou a persistência do pessimismo empresarial a partir de 2013 sugerem a presença de outros ingredientes além do ciclo. Entre eles, a percepção dos agentes sobre a consistência dos fundamentos econômicos e a forma como eles reagem a choques motivados por fatores extra econômicos.

## Impacto na confiança da indústria

Índices dessazonalizados com base 100 no mês de ocorrência (mês T)



O gráfico mostra como a confiança industrial reagiu a quatro diferentes choques de natureza não econômica nos últimos anos: as manifestações de 2013, as manifestações contra a presidente Dilma em 2015, a divulgação da conversa entre o presidente Temer e o empresário Joesley Batista, em 2017, e a recente greve dos caminhoneiros. Nota-se a existência de um padrão. No próprio mês ou no mês seguinte ao fato, a confiança recua; a seguir, recupera parte das perdas; mais adiante, tende a retomar a trajetória anterior ao choque.

É neste ponto que surge uma dúvida em relação ao caso mais recente, da greve dos caminhoneiros. Qual seria a tendência a ser retomada? No segundo semestre de 2017, a confiança avançava bem, refletindo a retomada do crescimento. Já no primeiro trimestre deste ano, os índices começaram a ratear. A partir de abril passaram a cair, sob influência da insatisfação com o ritmo de retomada da economia, a falta de confiança na política econômica e o aumento da incerteza. Após a greve, todos os componentes desta receita de bolo se acentuaram, levando à queda da confiança observada na safra de indicadores de junho, com destaque para o tombo de 4,8 pontos da confiança do consumidor.

A notícia não é boa. Estudos empíricos vêm comprovando a relação entre confiança e desempenho econômico no Brasil. O de Bittencourt et al. (2015), por exemplo, mostra que a inclusão da confiança do consumidor melhora os modelos de projeção para o consumo das famílias brasileiras. O estudo também mostra que um choque de 10 pontos (1 desvio padrão) no Índice de Confiança do Consumidor provocaria um impacto de até 1,1 ponto no consumo das famílias, tudo mais constante. A queda da confiança do consumidor ao longo do segundo trimestre foi de exatos 10 pontos.

Na ausência de novos eventos traumáticos, é possível que os indicadores de confiança recuperem parte das perdas em julho, seguindo a tendência de correção pós-choque de eventos similares. Parte da onda de pessimismo, portanto, pode ser revertida caso não ocorram novos choques e a economia retome a trajetória ascendente. Mas dificilmente observaremos uma reversão completa das perdas recentes até o final do ano, o que significa dizer que a greve dos caminhoneiros e seus desdobramentos políticos já afetaram o crescimento da economia em 2018.

Um dos fatores que devem limitar uma alta da confiança nos próximos meses é a persistência de níveis elevados de incerteza. O aumento da incerteza econômica dos últimos meses reflete a combinação de crescimento da incerteza política e eleitoral interna e da incerteza econômica externa. Na presença de incerteza, a aversão ao risco do consumidor tende a mantê-lo cauteloso com os gastos de consumo. De forma análoga, a incerteza leva o empresário a adotar uma postura de se "esperar para ver" em relação aos investimentos produtivos.

A economia continua crescendo lentamente, impulsionada pelo efeito defasado da política monetária e pelo crescimento mundial, devendo se beneficiar ainda da liberação de recursos do PIS nos próximos meses. Mas teremos de esperar no mínimo até 2019 para que o "sentimento" passe a colaborar como um fator de impulso ao crescimento econômico.

---

**Fonte.** JUNIOR, Aloísio. O abalo na confiança. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/opiniaio/5627087/o-abalo-na-confianca>> Acesso em 05 de Julho de 2018

## **Ecoss de 1968 (Alexandre Schwartzman – 04/07/2018)**

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

\* \* \*

Desde que o CMN (Conselho Monetário Nacional) começou a reduzir paulatinamente as metas para a inflação reapareceu a crença, equivocada, porém frequente, de que a escolha de um alvo mais baixo requereria que o desemprego permanecesse elevado.

Há 50 anos se sabe que não há uma troca permanente entre inflação e desemprego, mas restam exemplares no Brasil que insistem em ignorar o óbvio.

Veja, por exemplo, este comentário de Nelson Marconi, um dos gurus de Ciro Gomes: "Reduzir a meta de inflação [para 2021] neste momento significa inviabilizar um aumento significativo do nível de emprego, que possivelmente pressionaria moderadamente a inflação. (!) Será mais uma justificativa para interromper o processo de redução da taxa de juros".

É cristalino que Marconi crê na troca persistente entre inflação e desemprego, como ocorria na década de 1960 até que Milton Friedmane Edmund Phelps, de forma independente, corrigiram a questão.

A ideia por trás dessa relação parecia óbvia, pois com menor desemprego as demandas salariais aumentariam, pressionando a inflação (e vice-versa).

Contudo, como mostrado pelos dois autores, havia ali uma confusão: partia-se do pressuposto de que os trabalhadores brigam por aumentos salariais sem levar em conta a inflação e podiam, portanto, ser enganados persistentemente por uma inflação mais elevada, que reduziria o valor real dos salários, induzindo empresas a aumentar o nível de emprego.

Caso, porém, os trabalhadores se preocupem com o poder de compra do salário, embutirão nas demandas salariais a reposição pela inflação esperada ao longo do período de vigência do salário acertado.

À parte o erro das expectativas (não há previsão perfeita!), o poder de compra dos salários se manteria e, portanto, empresas não seriam induzidas sistematicamente a contratar mais.

Posto de outra forma, não haveria uma relação negativa permanente entre inflação e desemprego, proposição que encontra um enorme apoio nos dados, bem como na experiência dos bancos centrais nos últimos 40 anos.

O corolário dessa conclusão é igualmente relevante: tentativas de reduzir o desemprego por meio da aceleração da inflação podem até ter efeito por algum tempo; ao longo de horizontes mais longos, porém, se transformam apenas em inflação mais elevada, sem ganhos permanentes de emprego, como mostra, aliás, a história recente do país.

O papel da política monetária nesse contexto fica claro: ela deve ser usada para manter a inflação sob controle.

Todos os países que adotam o regime de metas para a inflação (nada menos que 36 em abril de 2015, desmentindo Ciro Gomes, para quem o regime só existiria no Brasil) partem dessa visão.

Pode haver uma troca de curto prazo, quando as expectativas de inflação se distanciam da meta, indicando perda de credibilidade do banco central. A esse respeito, todavia, nota-se que, assim que o CMN anunciou as metas de inflação para 2019 e 2020, as expectativas de inflação se ajustaram rapidamente àqueles objetivos, sugerindo que mesmo no curto prazo não há razões para imaginar a necessidade de desemprego alto para a convergência à meta.

No final da história, faz sentido, sim, reduzir um pouco mais a meta para 2021, até para alinhá-la aos países bem-sucedidos da América Latina, mas, se não dermos um jeito nas contas públicas até lá, a nova meta será apenas uma curiosidade acadêmica.

---

**Fonte.** SCHWARTSMAN, Alexandre. Ecos de 1968. Disponível em:

<<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/alexandreschwartzman/2018/07/ecos-de-1968.shtml>> Acesso em 05 de Julho 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.