Carta do IBRE
Estratégia de impulsionar a economia pelo crédito não é isenta de riscos

Ponto de Vista
Modelos de câmbio: vamos aos números

Entrevista
Marcos Mendes
Consultor legislativo do Senado



CONJUNTURA ECONÔMICA

FGV IBRE Editada desde 1947 • www.conjunturaeconomica.com.br • Março 2020 • volume 74 • nº 03 • R$ 17,00

Argentina
"É difícil prever como evoluirão os conflitos internos do governo"
Guillermo Rozenwurcel
Economista, pesquisador do Conicet

Energia
O impacto do coronavírus na geopolítica do petróleo

Artigos
Fernanda Delgado
Fernando de Holanda Barbosa
Isadora Tardin
José Roberto R. Afonso
Juliana Smiderle
Julio Pinguelli
Morganna Capodeferro
Najad Khouri
Natasha Salinas
Samuel Pessôa
Sérgio Guerra
Thiago Felipe R. Abreu

CONSTRUÇÃO

Sair do papel

Taxas de juros baixas e avanços regulatórios no mercado de crédito abriram um novo horizonte para o setor imobiliário. Concretizá-lo, entretanto, dependerá de uma recuperação mais robusta e disseminada da economia, do emprego e da renda

ISSN 0010-5945

METODOLOGIA PRÁTICA E OBJETIVA.

SEU HOJE PEDE.
SEU AMANHÃ EXIGE.







CURSOS DE CURTA E MÉDIA DURAÇÃO FGV.

Cursos com temáticas inovadoras para você se antecipar às tendências do mercado.









fgv.br/curtamediaonline

FGV | EDUCAÇÃO EXECUTIVA

CONJUNTURA ECONÔMICA

NESTA EDIÇÃO

FGV IBRE Instituto Brasileiro de Economia | Março de 2020

Carta do IBRE

6 Estratégia de impulsionar a economia pelo crédito não é isenta de riscos



Não há dúvida de que remover distorções que entopem os canais de crédito na economia brasileira é uma boa diretriz de política econômica, tanto em termos estruturais como conjunturais. A dúvida, entretanto, é se o estímulo à expansão do crédito, especialmente das famílias, numa situação em que o fardo do serviço das dívidas já está esticado em termos de padrões históricos, é de fato uma estratégia sensata e segura para tirar a economia do atual marasmo. Há riscos nesse caminho, que não deveriam ser desprezados pelas autoridades econômicas.

Ponto de Vista

10 Modelos de câmbio: vamos aos números

A reação que falta ao processo de desvalorização do real – de janeiro de 2018 a fevereiro deste ano, houve depreciação de pouco menos de 40% – seria proveniente da indústria de transformação. Muito provavelmente os industriais ainda não se convenceram, ou estão no processo de se convencer, de que o câmbio mudou de patamar de forma mais permanente. Quando houver esse convencimento, podemos esperar que, em uns 18 meses, a indústria apresente crescimento mais forte. Penso que veremos esse movimento a partir de meados de 2021.

Entrevista

12 "A pauta de curto prazo é garantir a sobrevivência do ajuste fiscal"

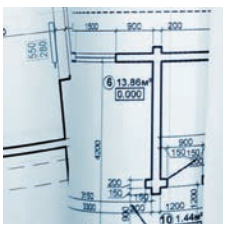
A tensão que marca a relação entre Executivo e Legislativo no início do ano tem alimentado dúvidas sobre a sustentabilidade de um ambiente propício a transformações estruturais de que o país necessita para voltar a crescer. Para Marcos Mendes, consultor legislativo no Senado e chefe da Assessoria Especial do ministro da Fazenda entre 2016 e 2018, garantir um saldo positivo em 2020 dependerá, entre outros fatores, de o governo federal ter uma relação mais madura com o Congresso Nacional.

Macroeconomia

20 Desigualdade (até entre discursos e dados)

A reforma tributária está no debate nacional. Novamente, mas, desta vez, se passou a discutir, também, a questão da desigualdade do atual sistema. No passado, essas duas questões só se juntavam em estudos acadêmicos – e poucos. Há agora uma oportunidade ímpar para se debruçar mais sobre os levantamentos e os dados tributários. Esses permitem avaliar outros aspectos sobre a concentração da renda para além dos tradicionalmente baseados em declarações domiciliares e registros de emprego – até porque cada vez menos emprego é sinônimo de trabalho. Sem contar que ninguém quer desperdiçar tanto tempo e esforço político com projetos que se apoiem apenas em discursos com nenhum ou pouco respaldo dos dados.

Capa | Construção



38 Sair do papel

Taxa de juros baixa e avanços regulatórios abrem um novo potencial ao mercado de crédito habitacional e ao setor da construção. O interesse de incorporadoras em abrir capital, e as novas linhas de crédito ofertadas pelos bancos dão conta desse otimismo. Para se configurar uma retomada de fato, entretanto, ainda é preciso contar com uma recuperação mais robusta do crescimento econômico e, especialmente, do emprego e da renda.

FGV IBRE
INSTITUTO BRASILEIRO DE ECONOMIA

Instituição de caráter técnico-científico, educativo e filantrópico, criada em 20 de dezembro de 1944, como pessoa jurídica de direito privado, tem por finalidade atuar no âmbito das Ciências Sociais, particularmente Economia e Administração, bem como contribuir para a proteção ambiental e o desenvolvimento sustentável.

Praia de Botafogo, 190 – CEP 22250-900 – Rio de Janeiro – RJ
Caixa Postal 62.591 – CEP 22257-970 – Tel.: (21) 3799-4747

Primeiro Presidente e Fundador
Luiz Simões Lopes

Presidente
Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles (**licenciado**), Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque, Sergio Franklin Quintella

Conselho Diretor
Presidente: Carlos Ivan Simonsen Leal

Vice-presidentes: Francisco Oswaldo Neves Dornelles (**licenciado**), Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque, Sergio Franklin Quintella

Vogais: Armando Klabin, Carlos Alberto Pires de Carvalho e Albuquerque, Cristiano Buarque Franco Neto, Ernane Galvêas, José Luiz Miranda, Lindolpho de Carvalho Dias, Marcílio Marques Moreira, Roberto Paulo Cezar de Andrade

Suplentes: Aldo Floris, Antonio Monteiro de Castro Filho, Ary Oswaldo Mattos Filho, Eduardo Baptista Vianna, Gilberto Duarte Prado, Jacob Palis Júnior, José Ermírio de Moraes Neto, Marcelo José Basílio de Souza Marinho, Mauricio Matos Peixoto

Conselho Curador
Presidente: Carlos Alberto Lenz César Protásio

Vice-presidente: João Alfredo Dias Lins (Klabin Irmãos & Cia.)

Vogais: Alexandre Koch Torres de Assis, Liel Miranda (Souza Cruz S/A), Antonio Alberto Gouvêa Vieira, Carlos Eduardo de Freitas, Cid Heraclito de Queiroz, Eduardo M. Krieger, Estado da Bahia, Estado do Rio de Janeiro, Estado do Rio Grande do Sul, José Carlos Cardoso (IRB-Brasil Resseguros S.A), Luiz Chor, Luiz Ildefonso Simões Lopes, Marcelo Serfaty, Marcio João de Andrade Fortes, Miguel Pachá, Murilo Portugal Filho (Federação Brasileira de Bancos), Pedro Henrique Mariani Bittencourt, Ronaldo Vilela (Sindicato das Empresas de Seguros Privados, de Previdência Complementar e de Capitalização nos Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo), Willy Otto Jordan Neto

Suplentes: Almirante Luiz Guilherme Sá de Gusmão, Carlos Hamilton Vasconcelos Araújo, General Joaquim Maia Brandão Júnior, José Carlos Schmidt Murta Ribeiro, Luiz Roberto Nascimento Silva, Manoel Fernando Thompson Motta Filho, Banco de Investimentos Crédit Suisse S.A, Olavo Monteiro de Carvalho (Monteiro Aranha Participações S.A), Patrick de Larragoiti Lucas (Sul América Companhia Nacional de Seguros), Ricardo Gattass, Rui Barreto, Sergio Lins Andrade

Instituto Brasileiro de Economia
Diretoria: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-diretoria: Vagner Laerte Ardeo

Superintendência de Clientes Institucionais: Marcus Vinícius Pedrozo

Superintendência de Estatísticas Públicas: Aloisio Campelo Junior

Superintendência de Planejamento e Organização: Vasco Medina Coeli

Controladoria: Regina Célia Reis de Oliveira

CONJUNTURA ECONÔMICA

Fundador
Richard Lewinsohn

Editor-Chefe
Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Editor-Executivo
Claudio Roberto Gomes Conceição

Editora
Solange Monteiro

Editoria de arte: Marcelo Nascimento Utrine e Teresinha Fátima de Freitas
Capa e projeto gráfico: Marcelo Nascimento Utrine
Ilustração da capa: Istockphoto
Revisão: Mariflor Rocha
Impressão: Edigráfica

Colaboram nesta edição: Fernanda Delgado, Fernando de Holanda Barbosa, Isadora Tardin, José Roberto R. Afonso, Juliana Smiderle, Julio Pinguelli, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira, Morganna Capodeferro, Najad Khouri, Natasha Salinas, Samuel Pessôa, Sérgio Guerra e Thiago Felipe R. Abreu

Secretaria e apoio administrativo
Jacqueline Howard
Rua Barão de Itambi, 60 – 7º andar
Botafogo – CEP 22231-000 – Rio de Janeiro – RJ
Tel.: (21) 3799-6840 – Fax: (21) 3799-6855
conjunturaredacao@fgv.br

Conjuntura Econômica é uma revista mensal editada pelo Instituto Brasileiro de Economia, da Fundação Getulio Vargas, desde novembro de 1947.

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getulio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

A reprodução total ou parcial do conteúdo da revista somente será permitida com autorização expressa dos editores.

Assinaturas e renovações
conjunturaeconomica@fgv.br
Rio de Janeiro: (21) 3799-6844
Outros estados: 08000-25-7788 ligação gratuita

Circulação
Bernardo Nunes Chefer
Tel.: (21) 3799-6848 – Fax: (21) 3799-6855

Distribuição
DINAP - Distribuidora Nacional de Publicacoes – LTDA
Av. Doutor Kenkiti Shimomoto, 1678
Osasco – SP – CEP: 06045-390

Publicidade
(21) 3799-6840/41

ANER www.aner.org.br
Instituto Verificador de Comunicação IVC

ISSN 0010-5945Conjuntura Econômica. – Vol. 1, n. 1 (nov. 1947)
-.- Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, 1947-v. il.; 28cm. Mensal.
Órgão oficial de: Instituto Brasileiro de Economia. Diretores: Nov. 1947-mar. 1952, Richard Lewinsohn; Maio 1952-dez. 1968, José Garrido Torres; Jan. 1969-mar. 1974, Sebastião Marcos Vital; Abr. 1974-mar. 1979, Antonio Carlos Lemgruber; Abr. 1979-abr. 1994, Paulo Rabello de Castro; Maio 1994-set 1999, Lauro Vieira de Faria; Out. 1999-nov. 2003, Roberto Fendt; Dez. 2003-jun. 2004, Antonio Carlos Pôrto Gonçalves; Jul. 2004, Luiz Guilherme Schymura de Oliveira.
ISSN 0010-5945
1. Economia — Periódicos. 2. Brasil — Condições Econômicas — Periódicos. I. Fundação Getulio Vargas. II. Instituto Brasileiro de Economia.
CDD 330.5



Nota do Editor

O crescimento da economia brasileira, de apenas 1,1% no ano passado, não deixa de ser frustrante, embora não seja uma surpresa. Crescemos menos que os dois anos anteriores, quando o PIB avançou 1,3%. Com isso, não recuperamos as perdas da recessão de 2015 e 2016, quando o PIB encolheu 3,5% e 3,3%, respectivamente. Estamos no mesmo patamar do terceiro trimestre de 2013. Ou seja: é a mais fraca recuperação de uma recessão registrada no país.

É importante pinçar alguns números que o IBGE divulgou: mesmo crescendo 0,5% no quarto trimestre do ano em relação ao anterior – o nono resultado positivo seguido –, houve uma desaceleração do crescimento em relação ao terceiro trimestre que havia avançado 0,6%. Isso é um sinal de que a economia já estava em um ritmo mais fraco de expansão, mesmo antes da propagação do coronavírus pelo mundo que tem abalado os mercados financeiros e despertado preocupação com uma possível recessão global. E que, seguramente, terá impactos negativos sobre o PIB brasileiro, como já havíamos alertado na Nota do Editor de fevereiro. Outra informação relevante é que, embora os investimentos tenham crescido 2,2% em 2019, eles recuaram 3,3% no último trimestre do ano em relação aos três meses anteriores, mesmo com a aprovação da reforma da Previdência.

Com um investimento que não vem, ameaça de crise global pelos efeitos do coronavírus – o FED americano cortou sua taxa básica de juros no último dia 3 –, crise argentina, dificuldades políticas internas para que novas reformas avancem rapidamente e queda de 1% na produtividade do trabalho no ano passado, segundo estimativas do Observatório da Produtividade do IBRE (https://ibre.fgv.br/observatorio-produtividade), 2020 torna-se um ano de elevada incerteza e de grandes desafios para o país.

Claudio Conceição
claudio.conceicao@fgv.br

Sumário

Carta do IBRE
6 Estratégia de impulsionar a economia pelo crédito não é isenta de riscos – *Luiz Guilherme Schymura*

Ponto de Vista
10 Modelos de câmbio: vamos aos números *Samuel Pessôa*

Entrevista
12 Marcos Mendes – *Solange Monteiro*

Macroeconomia
20 Desigualdade (até entre discursos e dados) *José Roberto Afonso e Thiago Felipe R. Abreu*

24 A lentidão da recuperação da recessão de 2014-2016 é um quebra-cabeça? – *Fernando de Holanda Barbosa*

Justiça
26 O Congresso Nacional e a frágil autonomia das agências reguladoras – *Sérgio Guerra e Natasha Salinas*

Energia
30 A geopolítica do petróleo do coronavírus: exagero ou realidade? – *Fernanda Delgado, Najad Khouri e Julio Pinguelli*

Saneamento
34 Crise na Cedae: como chegou até aqui? – *Juliana Smiderle, Morganna Capodeferro e Isadora Tardin*

Capa – Construção
38 Sair do papel – *Solange Monteiro*

Internacional
48 Guillermo Rozenwurcel – *Solange Monteiro*

Índices
I Índices Econômicos

X Conjuntura Estatística

Estratégia de impulsionar a economia pelo crédito não é isenta de riscos



Luiz Guilherme Schymura
Pesquisador do FGV IBRE e doutor em Economia pela FGV EPGE

A economia brasileira andou em marcha lenta desde 2017, mas o mesmo não aconteceu com o crédito. Segundo números do Banco Central, o saldo de crédito ampliado total saiu de 125,6% do PIB em janeiro de 2017 para 141,5% no mesmo mês de 2020, um salto de 16 pontos percentuais do PIB em três anos. Essa medida inclui o crédito total ao setor não financeiro da economia, público e privado, bancário e não bancário.

O Brasil não está sozinho no crescimento do crédito. Dados do Banco Mundial indicam que a dívida total em países emergentes vem crescendo com força desde 2008, aumentando de 95,7% do PIB naquele ano para 165,1% em 2018. Essa alta, no entanto, é muito influenciada pela China, cujo PIB é uma grande parcela do tamanho total das economias emergentes. O país asiático, como é sabido, tem um problema sério de superendividamento. Quando se tira a China da conta, o nível da dívida dos demais emergentes subiu de 82,4% em 2008 para 107,3% em 2018. Como se vê, em comparação ao mundo emergente fora a China, a dívida de 142% do PIB do Brasil fica bastante acima da média.

Quando se toma o crédito bancário no Brasil, percebe-se que o impulso recente veio das famílias, e não das empresas. O saldo da carteira de crédito dos bancos com as famílias saiu de 25% do PIB, no início de 2017, para 28%, em setembro de 2019. No mesmo período, o saldo com as empresas andou em sentido oposto, caindo de 25% para 22% do PIB. Na verdade, esta queda foi bem mais expressiva quando se toma o pico de 28,5%, em dezembro de 2015.

As famílias brasileiras, ao contrário das empresas, já deixaram para trás a fase de desalavancagem financeira pós crise financeira global. O comprometimento da renda com o serviço de dívidas das famílias subiu de 19,7% para 20,8% ao longo de 2019. No pico, em outubro de 2011, esse indicador chegou a 23%. Cerca de um terço da queda a partir do pico, portanto, já foi "devolvida" pela alta posterior (o nível de 19,7% do início de 2019 é o ponto mais baixo desde janeiro de 2011). Em termos de endividamento bancário total das famílias, como proporção da renda, o pico, desde 2005, foi registrado em maio de 2015, com 46,5%. Depois disso, o indicador recuou até um mínimo de 41,5% em fevereiro de 2018. Em novembro de 2019, já estava em quase 45%. Neste caso, o caminho de volta já foi quase todo percorrido.

O governo e o Banco Central parecem se sentir bastante confortáveis, e mesmo animados, com a expansão do crédito às famílias. A economia

brasileira, desprovida dos motores da demanda pública e externa, vem contando com a demanda doméstica privada para crescer no horizonte deste e do próximo ano. O investimento, afetado pela incerteza, custa a arrancar, e o vetor de crescimento que resta é o consumo das famílias. Como a massa salarial também vem crescendo modestamente, o impulso do crédito é necessário para fechar a equação.

Diversas iniciativas estão sendo tomadas pelo governo, com protagonismo do Banco Central, para "limpar e ampliar as tubulações" por onde flui o crédito, para empregar o tipo de metáfora que vem sendo utilizado pelo presidente do BC, Roberto Campos Neto, para caracterizar esta agenda.

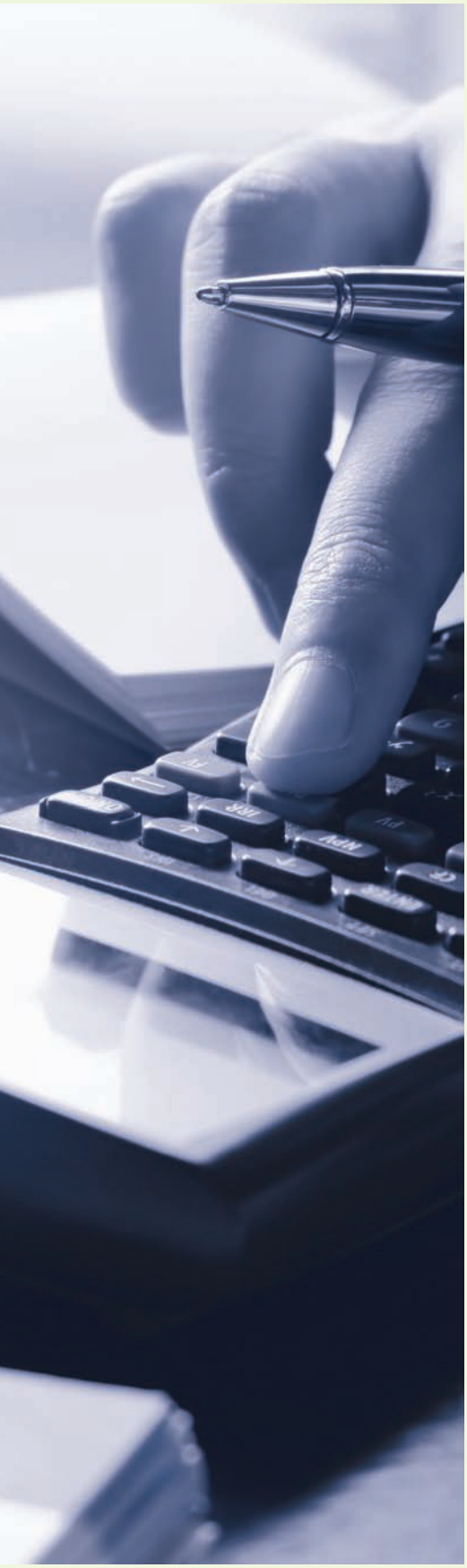
Na área de crédito imobiliário, por exemplo, a agenda BC# estimula o uso do IPCA, em vez da TR, como indexador, para facilitar a securitização das carteiras (o que alavanca a capacidade de os bancos gerarem empréstimos imobiliários). Em 20 de fevereiro, a Caixa Econômica Federal lançou a linha de crédito imobiliário com taxa fixa, sem correção, com juros na faixa entre 8% e 9,75% ao ano, com cota de financiamento de até 80%. Dessa forma, a Caixa passou a oferecer linhas de crédito imobiliário em três modalidades: TR mais juros, IPCA mais juros e taxa fixa. Medidas do BC para facilitar a portabilidade do crédito também visam alavancar os empréstimos imobiliários. Outra frente é o "home equity", o uso do imóvel como garantia para tomar empréstimos, mercado especialmente promissor para as *fintechs*.

Há ainda a agenda de criação de mecanismos que permitam precificar todos os títulos e empréstimos, de debêntures até as operações de crédito mais simples. A dívida precificada poderá ser aceita como colateral pelo Banco Central (dentro de dois anos) nas operações de refinanciamento das instituições financeiras, o que deve trazer ampliação da dívida e da sua liquidez, além de queda de *spreads*. Adicionalmente, foram tomadas medidas para azeitar os mercados de crédito, relacionadas a cooperativas, microcrédito, inovação financeira etc. Uma das últimas notícias é que o Banco Central autorizará o uso de investimentos em PGBL ou VGBL como garantia de empréstimos. E, finalmente, há a liberação de compulsórios de R$ 49 bilhões, que vai a uma injeção potencial de R$ 138 bilhões se for somado o aumento da parcela de recolhimentos compulsórios que os bancos podem contabilizar para efeitos do seu indicador de liquidez relacionado aos acordos de Basileia.

> Saldo de crédito ampliado total saiu de 125,6% do PIB em janeiro de 2017 para 141,5% no mesmo mês de 2020, alta de 16 pontos percentuais do PIB em três anos



Fica claro, portanto, que a ampliação do crédito é objetivo relevante da atual política econômica. É, em



princípio, uma diretriz muito meritória, pois não se trata de uma agenda de forçar a expansão do crédito via subsídios, mas sim de aperfeiçoar os mercados e remover entraves, o que, inclusive, conduz a uma melhor alocação de capital. De qualquer forma, é uma agenda que deve colocar ainda mais gás na expansão do crédito no Brasil. E essa expansão, como apontado anteriormente, já é muito expressiva em termos totais, e também considerando especificamente o endividamento das famílias.

Famílias deixaram para trás fase de desalavancagem financeira, e o comprometimento da renda com serviço de dívida subiu de 19,7% para 20,8% ao longo de 2019

E é aqui que surgem algumas preocupações. No seu famoso livro *Fault lines: how hidden fractures still threaten the world economy*, o economista indo-americano Rhaguram Rajan mostrou como o crescimento da desigualdade nos Estados Unidos e a relativa estagnação da renda da classe trabalhadora encorajaram uma política de expansão e facilitação de crédito, como as hipotecas subprime. O crédito fácil e excessivo, por sua vez, levou a uma das piores crises da história do capitalismo.

No Brasil, o atual contexto histórico é muito distinto, mas é sempre recomendável analisar os aspectos políticos dos ciclos de crédito. Como observa Armando Castelar, pesquisador do FGV IBRE, a economia brasileira vem crescendo a um ritmo de pouco mais de 1% desde o fim da recessão de 2014-16. No final de 2019, houve um momento de maior animação com a retomada cíclica, mas agora as projeções para 2020, depois de terem ido para o nível de 2,5%, recuaram para perto de 2%, e há quem veja a possibilidade de um crescimento abaixo disto (a projeção do IBRE para este ano é de 2,2%). A Selic já penetrou fundo em território de baixa mínima histórica, e a taxa real de juros de um ano nas operações financeiras entre grandes "players" é hoje inferior a 1% (mas a maioria dos tomadores paga um *spread* acima deste juro).

Em resumo, a ferramenta clássica do juro básico já está sendo usada com intensidade inédita na história econômica brasileira e a atividade custa a reagir. Com o desemprego ainda em níveis extremamente elevados, é mais do que compreensível que o governo busque alavancas para reanimar a economia. Há inclusive uma base na teoria econômica a justificar ações desse tipo. No argumento keynesiano clássico, impulsos à demanda podem desatolar a atividade econômica, rendendo mais adiante o bônus do crescimento que pode compensar o ônus do empurrão inicial. No caso do impulso fiscal, a aceleração da atividade amplia a receita tributária e "paga" o custo da largada. Quando a impulsão se dá via crédito, o crescimento au-

menta a renda do trabalho e reduz o peso relativo do aumento da dívida. O mesmo raciocínio pode ser estendido às empresas.

O risco, entretanto, é que, mesmo com o empurrão creditício, a economia continue em marcha lenta. Neste caso, o "bônus" pode não chegar e termina-se numa situação de excesso de endividamento, que freia ainda mais a atividade econômica, numa espécie de círculo vicioso.

O crescimento do crédito habitacional, especificamente, deve ser visto com certa cautela. Em termos ideais, os bancos e o mercado de capitais deveriam emprestar para empresários fazerem novos empreendimentos, os chamados projetos "greenfield". O serviço da dívida seria honrado com recursos gerados pelos novos projetos. Isso é muito mais seguro do que emprestar para pessoas físicas adquirirem imóveis, pois o retorno dos empréstimos teria de vir dos salários das famílias, ou seja, não seria proveniente de acréscimos de renda. Antes da grande crise financeira global de 2008/2009, a parcela dos ativos dos bancos dedicada a imóveis residenciais no mundo desenvolvido cresceu muito, o que tornou o sistema bancário mais vulnerável. Em suma, incentivar crédito habitacional é uma política pública com consideráveis riscos.

Além disso, como nota José Júlio Senna, pesquisador do IBRE, apesar de muitos enxergarem o crescimento do crédito para pessoas físicas como algo bom, capaz de impulsionar o consumo, há uma hipótese alternativa não tão positiva: crédito sendo contratado para completar orçamento familiar. Há uma indicação de que esse pode ser o caso atual no Brasil: o crédito começou a crescer em momento de economia ainda muito fraca.

Em resumo, não há dúvida de que remover distorções que entopem os canais de crédito na economia brasileira é uma boa diretriz de política econômica, tanto em termos estruturais como conjunturais. A dúvida, entretanto, é se o estímulo à expansão do crédito, especialmente das famílias, numa situação em que o fardo do serviço das dívidas já está esticado em termos de padrões históricos, é de fato uma estratégia sensata e segura para tirar a economia do atual marasmo. Como argumentado nesta Carta, há riscos nesse caminho, que não deveriam ser desprezados pelas autoridades econômicas.

Risco é que, mesmo com o empurrão creditício, economia continue em marcha lenta. "Bônus" pode não chegar e termina-se numa situação de excesso de endividamento

O texto é resultado de reflexões apresentadas em reunião por pesquisadores do IBRE. Dada a pluralidade de visões expostas, o documento traduz minhas percepções sobre o tema. Dessa feita, pode não representar a opinião de parte, ou da maioria, dos que contribuíram para a confecção deste artigo.



Modelos de câmbio: vamos aos números

Samuel Pessôa[1]
Pesquisador associado do FGV IBRE

Em fevereiro, esta coluna abordou os movimentos do câmbio. Neste Ponto de Vista de março, vamos apresentar os números.

A dificuldade de prever os movimentos cambiais é que o câmbio obedece a dois senhores. Por um lado, é o preço que estabelece a razão de troca entre países. Responde aos fundamentos de comércio internacional, termos de troca e diferencial de produtividade, entre outros fatores. Reage ainda ao diferencial percebido de rentabilidade do investimento, que pode induzir entradas e saídas de capital para investimento estrangeiro direto.

Por outro lado, movimentos da taxa de câmbio alteram o valor de ativos financeiros quando medido em diferentes moedas.

A impossibilidade de prever a evolução da taxa de câmbio é um resultado conhecido das finanças internacionais. Qualquer modelo que os economistas consigam produzir tem desempenho pior do que simplesmente jogar uma moeda para saber se a taxa de câmbio irá em uma direção ou em outra. É por esse motivo que o melhor previsor do câmbio de aqui a algum tempo é dado pelo câmbio de hoje.

No IBRE, trabalhamos com três tipos de modelos. Os dois primeiros consideram determinantes de longo prazo da moeda americana. O terceiro tem determinantes de curto prazo, aqueles mais associados ao câmbio como ativo financeiro.

O primeiro modelo é chamado de Behavior Equilibrium Exchange Rate (BEER). Trata-se do valor médio vigente por um longo período – no nosso caso, por 25 anos –, com controles apropriados. Os mais importantes são diferencial de inflação, termos de troca e diferencial de produtividade. Os três controles são calculados por meio da diferença entre a evolução daqueles indicadores no Brasil e na média ponderada de diversos países, com os pesos dados pela importância de cada país em nossa corrente de comércio. Os dados estão na frequência trimestral.

O segundo modelo é chamado de Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER). O modelo anterior calcula uma média com controles. Já o FEER considera as respostas da exportação e importação ao crescimento da economia mundial e da economia doméstica, bem como aos movimentos de preços. O FEER será o câmbio que produzirá num horizonte futuro – no nosso caso, em 24 meses –, para dado nível de crescimento econômico, um dado valor do saldo externo (déficit de transações correntes).

Nos últimos três anos, o BEER oscilou em torno de R$ 3,6 por dólar. Nos últimos trimestres, em função da piora dos termos de troca brasileiros e do péssimo crescimento da produtividade, que tem sido negativo nos anos recentes, nossos números sugerem BEER em torno de R$ 3,85.

A evidência empírica é que o câmbio nominal se movimenta em torno do BEER e, em longo prazo, tende a ele. Em linguagem matemática, diz-se que se trata de um atrator fraco. Isto é, o câmbio pode ficar muitos anos oscilando abaixo do BEER ou acima dele.

Para aquelas pessoas que pensam em termos de movimentos de muito longo prazo, o BEER é uma boa aproximação do valor justo da moeda.

Nossos números para o FEER são diferentes. Se quisermos que, após 24 meses de crescimento econômico ao ritmo anual de 2,5%, o déficit externo seja de 2,0% do PIB, o câmbio terá que ser de R$ 4,5. O número assusta, pois é 16% mais desvalorizado do que o BEER. Em geral, os dois valores se aproximam.

O crescimento de 2,5% é a estimativa (ligeiramente otimista) para o ritmo regular do PIB brasileiro nos anos à frente, e o déficit externo de 2% do PIB é visto como um limite seguro para a necessidade de financiamento externo, dado o crescimen-

to projetado e a evolução do passivo externo líquido.

No entanto, é necessário fazermos dois ajustes. O primeiro é considerar que o desempenho atual muito ruim do comércio externo brasileiro sofre bastante com a péssima *performance* argentina e a piora econômica da China. Neste segundo caso, o principal problema para o Brasil é a redução da importação chinesa de soja que, por sua vez, deriva da queda da demanda por lá em consequência da redução do rebanho suíno. Ajustando os números com a hipótese de que, em alguns anos, haverá recuperação das nossas exportações de bens manufaturados para a Argentina e das exportações de soja para a China – ou até mesmo elevação de nossas exportações de proteína animal para o país asiático –, o FEER será de R$ 4,3, com todas as outras condições do parágrafo anterior mantidas.

O segundo ajuste refere-se à alteração metodológica que foi feita pelo Banco Central nas contas externas brasileiras em 2019. É comum que lucros de empresas de não residentes que operam por aqui sejam automaticamente reinvestidos. A metodologia antiga do balanço de pagamento não contabilizava os lucros reinvestidos como lucros. Com a alteração, os lucros reinvestidos passaram a ser contabilizados como se fossem remetidos para fora e o reinvestimento no Brasil aparece como uma nova entrada de capital na conta financeira do balanço de pagamentos. Do ponto de vista do mercado de divisas, nada aconteceu. No entanto, como o Brasil liquidamente é recebedor de capitais, a conta de rendas do saldo de transações correntes será permanentemente mais deficitária.

Em função do que foi descrito acima, se considerávamos anteriormente que o FEER deve ser calculado para um crescimento de 2,5%, com déficit externo (no limite de segurança) de 2,0% do PIB, o FEER pode agora ser calculado para um déficit externo ligeiramente maior. O FEER, considerando comércio com Argentina e China normalizado, e que equilibra crescimento da economia de 2,5% com déficit externo de 2,5% após 24 meses, é de R$ 4,1. A distância entre o BEER e o FEER caiu para 6,5%.

Para movimentos de horizonte mais curto de tempo, algo na casa de dois anos, o FEER é uma boa aproximação do preço justo da moeda americana.

Finalmente, há um modelo de curto prazo do câmbio que emprega essencialmente variáveis financeiras. O câmbio é explicado pelo comportamento das seguintes variáveis: moeda americana contra as moedas dos principais países, o dólar índice (DXY); risco país do Brasil de 10 anos (CDS); taxa de juros paga pelo título do Tesouro Americano de 10 anos; índice de *commodities* (CRB); e diferencial de juros do mercado de reservas bancárias brasileiro e americano. O modelo é estimado para dados diários em uma janela de 6 meses. Não utilizamos séries mais longas pois esse modelo apresenta baixa estabilidade: em janelas longas há muitas quebras estruturais e não conseguimos estimar os efeitos.

Pelos motivos que abordamos no início da coluna, esse modelo não serve para prever o comportamento do câmbio. No entanto é possível simular uma trajetória futura para o câmbio em função de um cenário para essas variáveis. O que se pode fazer – e, de fato, procedemos assim no IBRE – é considerar as trajetórias para diversas daquelas variáveis dadas pelos mercados futuros, e, em função de hipóteses quanto ao comportamento do risco país, traçar qual é a trajetória do câmbio nominal compatível com este cenário. Também é possível sabermos a sensibilidade do câmbio nominal a alterações de seus determinantes.

Adicionalmente, o modelo de câmbio nominal permite sabermos quais são os fatores que condicionaram os movimentos cambiais dos últimos meses. Desde dezembro, os movimentos do câmbio foram liderados pelo fortalecimento do dólar frente às moedas das economias centrais, DXY, e pelo preço de *commodities*. No mesmo período, a alta do risco Brasil medido pelo CDS de 10 anos reduziu-se. Na última semana de fevereiro o risco país subiu. Parte da depreciação que houve no período pode ser atribuída a este movimento.

A reação que falta ao processo de desvalorização do real – de janeiro de 2018 a fim de fevereiro deste ano, houve depreciação de pouco menos de 40% – seria proveniente da indústria de transformação. Muito provavelmente os industriais ainda não se convenceram, ou estão no processo de se convencer, de que o câmbio mudou de patamar de forma mais permanente. Quando houver esse convencimento, podemos esperar que, em uns 18 meses, a indústria apresente crescimento mais forte. Penso que veremos esse movimento a partir de meados de 2021.

[1]As estimativas e os modelos de câmbio empregados nesta coluna foram feitos pelo pesquisador associado do IBRE Livio Ribeiro. Erros remanescentes são de minha responsabilidade. Agradeço a gentileza de Livio em ter compartilhado conosco seus achados.

Foto: Marcos Oliveira Agência Senado



“A pauta de curto prazo é garantir a sobrevivência do ajuste fiscal”

Marcos Mendes
Consultor legislativo do Senado, ex-chefe da Assessoria Especial do ministro da Fazenda (2016-2018)

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

A tensão que marca a relação entre Executivo e Legislativo no início do ano tem alimentado dúvidas sobre a sustentabildiade de um ambiente propício a transformações estruturais de que o país necessita para voltar a crescer. Para Marcos Mendes, que no ano passado dissecou o processo de aprovação de reformas e listou seus entraves no livro *Por que é difícil fazer reformas econômicas no Brasil?*, garantir um saldo positivo em 2020 dependerá, entre outros fatores, de o governo federal ter uma relação mais madura com o Congresso Nacional. Mas o economista também pondera que mudanças profundas não são céleres: para manter a roda girando, é preciso contar com uma ampla lista de reformas e adequar sua ordem conforme o ambiente político permite. Para Mendes, que de Brasília conversou por telefone com a *Conjuntura Econômica*, a prioridade deste ano é garantir a aprovação da PEC Emergencial, para manter a dinâmica positiva de redução de custos da dívida pública e o reequilíbrio das contas fiscais. “A gente ainda não passou da etapa de consolidar um ajuste fiscal estrutural”, afirma.

***Conjuntura Econômica* — Entre os elementos apontados em seu último livro como facilitadores do avanço de reformas estão o empenho do Poder Executivo em buscar uma postura cooperativa da sociedade, bem como a repartição do protagonismo desse processo com o Congresso. A estratégia adotada pelo presidente Bolsonaro, entretanto, parece tomar o caminho oposto. Isso poderá prejudicar o trâmite de reformas estruturais?**

Uma característica típica do sistema político-eleitoral brasileiro é gerar um Congresso muito fragmentado, seja em número de partidos, seja no conjunto de interesses lá representados. Há várias bancadas temáticas, dos policiais à do agronegócio. Isso significa que

o padrão de propostas dentro do Legislativo é muito pulverizado. A única forma que se tem para evitar que isso leve a um orçamento extremamente deficitário ou a regulações inadequadas da atividade econômica para proteger um segmento em detrimento do resto da sociedade é ter o Poder Executivo com mais força. Mas qual Poder Executivo? O presidente da República e a área econômica, que é a quem cabe dar consistência ao orçamento e às políticas públicas que garantam maior produtividade da economia. No caso dos outros ministérios, cada um também puxará a brasa para sua sardinha, mantendo a lógica de ação fragmentada. Em uma situação como essa, é importante que o presidente da República, embuído de dar consistência às políticas públicas, tenha capacidade de negociar com o Congresso e organizar uma agenda factível, consistente em termos econômicos.

O que o governo atual fez foi abandonar esse tipo de iniciativa junto ao Congresso: ele joga propostas no Legislativo, não vai negociar, abriu mão do principal instrumento de negociação que é formar um governo de coalizão, chamando os grupos partidários para compor o seu governo, e com isso ele vai ficando isolado. Cria um vácuo de poder, e nesse vácuo o Congresso vai tomando suas decisões, fazendo sua própria agenda, e quando chega num momento em que há uma crise específica, como essa em que o Congresso desenhou um orçamento que amarra as mãos do Executivo para trabalhar, instaura-se uma crise. Nessa situação, o que o governo fez foi gritar junto à opinião pública que está sendo sabotado pelo Congresso, para tentar fazer uma pressão de fora sobre este. Isso funciona para temas grandes, como na reforma da Previdência, pode funcionar nessa questão orçamentária. Mas tem uma série de temas pequenos em que não se consegue mobilizar a população, e o governo não consegue trabalhar a agenda dentro do Congresso.Não vai haver passeata na Paulista, por exemplo, para impedir aumento salarial a uma categoria de funcionários públicos ou a uma lei que acirre as barreiras comerciais. Há um grande número de medidas pouco visíveis, tomadas pelo Congresso e o Executivo, que requerem monitoramento e negociação constantes.

> Há um campo fértil para se avançar em contrarreformas, e se o Executivo não estiver articulado no Congresso será difícil contê-las no curto e médio prazo

Até agora, qual seu balanço quanto ao saldo de reformas e contrarreformas?

Fico bastante preocupado. Muita gente acha que existe uma "nova política", que foi capaz de aprovar a reforma da Previdência. A reforma da Previdência é um caso muito específico, e depois dela não se aprovou nada de relevante dentro do Congresso. E por que a Previdência foi um caso específico? Primeiro porque houve três anos de debate, de aprendizado prévio. Além disso, o tema foi suficientemente grande para mobilizar a opinião pública e gerar pressão. Em terceiro lugar, houve nessa nova legislatura uma fragilização muito grande dos partidos de esquerda, que eram os que antes resistiam a essa agenda dentro do Congresso.

Hoje você tem um alinhamento temporário dos dirigentes do Congresso com a mentalidade reformista. Não há uma total coincidência de agenda entre o que propõe o ministro Paulo Guedes e o que pensam o presidente Rodrigo Maia e o presidente Davi Alcolumbre, mas tem uma sobreposição grande, então dá para negociar. Mas esse ímpeto reformista pode se enfraquecer. Com a troca dos dirigentes do Congresso, não se sabe quem serão as lideranças que irão emergir. Poderão ser menos comprometidas com reformas, e aí todas aquelas demandas particularistas que estão dentro do Congresso podem voltar a pressionar e proliferar. Em resumo: houve um grande avanço com a reforma da Previdência, mas também há retrocessos razoáveis se encaminhando. Por exemplo, para os militares houve um aumento muito forte, mas uma reforma da Previdência fraca; as agências reguladoras estão sendo capturadas por indicações políticas; há projetos andando no Congresso como propostas de socorro fiscal para os estados, e propostas de fechamento da economia na área de petróleo e gás com maior exigência de conteúdo local. Há propostas como a do Fundeb, que aumenta muito o gasto da União, vincula recursos, na direção contrária

à que o Ministério da Economia está propondo. Tem um campo fértil para se avançar em contrarreformas, e se o Poder Executivo não estiver articulado dentro do Congresso será muito difícil conter as chamadas "pautas-bomba" no curto e médio prazo.

Além disso, vale a pena lembrar que há pontos importantes de reforma econômica que estão absolutamente parados. As principais privatizações, que são vender participação majoritária estatal em grandes empresas, não estão andando. A mesma coisa é a abertura da economia. Você tem algumas notícias boas com impacto de longo prazo, como acordo com a União Europeia. Mas as medidas do dia a dia, de reduzir alíquotas de importação, exigências de conteúdo local, medidas *antidumping*, nada disso está andando. Redução de alíquotas de ex-tarifários, que muitos apontam como avanço, na verdade são a manutenção do *status quo*. Apenas grandes empresas conseguem esse benefício, mediante processos burocratizados e caros, e que não representam abertura suficiente para aumentar o grau de concorrência interna da economia.

Qual sua expectativa para as reformas tributária e administrativa, além das PECs do Plano Mais Brasil (dos Fundos, do Pacto Federativo e a Emergencial)?

No caso da reforma administrativa, vejo um conflito dentro do governo, entre os que a defendem e os que a tentam evitar. Na reforma tributária, também há uma bateção de cabeça muito grande. No início de março, por exemplo, foi novamente notícia nos jornais que o Ministério da Economia sonha com a implementação de uma nova CPMF, quando o Congresso é bastante resistente a isso. Há uma demora de convergência do que está proposto no Congresso e o que sai do Executivo. Isso sinaliza uma dificuldade de avançar com a reforma. Em um tema como tributos, é difícil fechar um texto que não tenha a concordância do Ministério da Economia.

Hoje, considero que o fundamental é a aprovação da PEC Emergencial, para reduzir despesas obrigatórias, que está colocada no Congresso desde dezembro, também com dificuldade para caminhar. Porque boa parte da melhoria da economia nos últimos meses vem de uma percepção de que o governo federal está conseguindo controlar sua despesa pública. E está controlando com base na regra do teto de gastos, que gerou uma trajetória mais benevolente da dívida pública, ajudou na redução da taxa de juros, e essa queda da taxa de juros é um ponto essencial para redinamização do crédito, da economia.

> É preciso uma atenção muito grande para manter intacto o teto de gastos. Qualquer tentativa de reformá-lo vai resultar em pressões políticas pelo fim do teto

O que a PEC Emergencial faz é viabilizar o cumprimento do teto de gastos. Ela controla a despesa obrigatória – basicamente folha de pagamento e algumas sociais. Com isso, abre-se espaço para cumprir o teto sem comprimir as despesas não obrigatórias, de funcionamento da máquina pública e o investimento público. E viabiliza-se que o teto de gastos continue vigente nos próximos anos, gerando essa dinâmica positiva de redução de custos da dívida pública e de reequilíbrio das contas fiscais. Se perdermos essa âncora do ajuste fiscal, teremos muitos problemas: as taxas de juros e a expectativa de inflação voltarão a subir, e as expectativas futuras quanto ao crescimento da economia vão cair. A gente ainda não passou da etapa de consolidar um ajuste fiscal estrutural. Há muita coisa para fazer nesse sentido. É importante fazer reforma tributária? Sim, bem como fazer uma reforma administrativa. Mas isso é uma pauta para o médio e longo prazo. A pauta de curto prazo é garantir a sobrevivência do ajuste fiscal.

Cálculos do pesquisador Braulio Borges, da Economia Aplicada do FGV IBRE, apontam que mesmo com a PEC Emergencial o teto estouraria antes de 2026. Considera que o teto deveria ser reformado, para manter sua credibilidade como instrumento disciplinador das contas públicas?

Pelo contrário. Qualquer tentativa de reformar o teto de gastos é que será a senha para acabar com ele. Você não consegue controlar, dentro do processo legislativo, o que vai aparecer de propostas para desmontá-lo. Hoje já existe uma quantidade enorme de iniciativas que minam o teto de gastos. O

próprio Executivo está brincando com o perigo quando, por exemplo, manda para o Congresso uma MP que permite que o Ministério do Meio Ambiente mantenha em uma conta fora do orçamento as receitas de multas por questões ambientais para financiar o próprio ministério. Na hora em que essa moda pegar, cada ministério vai querer um orçamento para si. Há, por exemplo, uma proposta de marco regulatório das concessões que também segue essa ideia: o dinheiro de concessões e PPPs fica fora do orçamento, gerando um fundo que o Ministério da Infraestrutura vai administrar. Isso é acabar com a unicidade do orçamento, com a transparência, e acabar com a possibilidade de controlar o gasto público. Na própria PEC dos Fundos, o relator no Senado, na primeira versão, propôs explicitamente que durante um período de tempo o gasto do dinheiro dos fundos ficaria fora do teto.

Portanto, já existe hoje uma pressão enorme dentro do Congresso e também na Justiça, onde há sete ou oito ações de inconstitucionalidade contra o teto de gastos, uma delas indo a julgamento agora em maio. No âmbito do TCU, o Ministério Público também já fez gestões e pressões e conseguiu aumentar o teto das suas despesas. Então é preciso uma atenção muito grande. Qualquer tentativa de reformar e flexibilizá-lo vai resultar em pressões políticas pelo fim do teto.

Qual sua avaliação sobre o encaminhamento das concessões e privatizações?

Tenho acompanhado pouco essa agenda. O que posso dizer é que me preocupa esse projeto de lei para reformar integralmente o sistema de concessões e parcerias público-privadas, porque as duas leis que estão vigentes já contam com uma jurisprudência em torno delas. Começar tudo do zero pode criar insegurança jurídica, numa área em que segurança jurídica é a questão central. Além disso, preocupa o processo político de fragilização das agências reguladoras, que são essenciais para manter a higidez dos contratos e o equilíbrio na relação entre consumidor e empresa provedora do serviço concedido pelo governo. Apesar da recente aprovação de uma lei para fortalecê-las, as nomeações das suas direções me parecem bastante politizadas.

Apesar da aprovação de uma lei para fortalecer as agências reguladoras, as nomeações das suas direções me parecem bastante politizadas, o que pode fragilizá-las

Em seu livro, o senhor traça exemplos como os de Índia e México, com os quais o Brasil deveria aprender em seu caminho de reformas. Identifica essa preocupação na atual agenda?

Com relação à Índia, destaquei de que eles procuraram usar a estratégia que chamaram de fazer omelete sem quebrar os ovos. Ou seja, buscar o tempo todo dentro da agenda de reformas aquilo que se pode fazer com a menor dificuldade política. Dado que é difícil fazer reforma no geral, é preciso ter uma carteira ampla de reformas e tentar encaixar aquelas que em um momento se tornam politicamente viáveis. Acho que em parte isso está acontecendo no Brasil, principalmente na agenda do Banco Central. Está se conseguindo fazer uma agenda de aumento da concorrência, de modernização do sistema financeiro que depende apenas de regulamentação do Conselho Monetário. Na própria agenda de privatização acho que o governo está indo no caminho de buscar onde há menos resistência. Vendendo participações minoritárias, tentando avançar onde é possível.

No caso do México, o que chamei atenção é que um processo de reformas, além de ser longo e difícil, muitas vezes pode não trazer o resultado esperado se alguma reforma fundamental não for feita. Isso aconteceu lá. Apesar de ter aberto a economia, ter feito ajuste fiscal, reforma da Previdência, o país manteve um sistema de benefício social e contrato de trabalho muito amarrado, no sentido de incentivar pequenas e médias empresas, dar subsídio, e tornar muito difícil a vida das grandes (*entrevista com o economista Santiago Levy, na* Conjuntura Econômica *de maio de 2019, detalha o caso mexicano*). Isso tem um paralelo no Brasil. Temos muito estímulo para pequena e microempresa e uma tributação complexa, elevada, sobre a média e a grande empresa, que ao mesmo tempo estimula a sobrevivência de empresas pequenas e desestimula seu crescimento. Essa é uma refor-

ma que será difícil no Brasil, retirar coisas como os altos subsídios do Simples, do MEI, e diversas linhas de financiamento subsidiado para pequenas empresas. Ao mesmo tempo em que temos na nossa política social um regime dual, porque os empregados e empregadores formais pagam contribuições elevadas, e no sistema informal você tem mecanismos como o BPC, que é praticamente uma aposentadoria sem contribuição em paralelo à aposentadoria contributiva do setor formal. Isso trava bastante o crescimento da produtividade.

O avanço das reformas microeconômicas, junto à queda da taxa de juros, tem facilitado o acesso ao crédito. No final de 2019 o nível de endividamento das famílias como proporção da renda já havia se aproximado do pico registrado em 2005 (*ver pág. 6*). Considera que esse movimento pode gerar algum risco, em um cenário de baixa retomada da atividade e do emprego?

É preciso avançar onde se pode. As reformas no mercado de crédito estão indo antes que as demais. A grande questão – e aí olhando um pouco o que temos de positivo nos últimos anos – é que já tivemos um conjunto grande de reformas, e pode ser que ele já esteja criando condições microeconômicas melhores e aumentando um pouco nosso potencial de crescimento. Isso é difícil de estimar. Já tivemos uma lista significativa de reformas – Previdência, trabalhista, taxa de juros de longo prazo, duplicata eletrônica, cadastro positivo, privatização de subsidiárias da Eletrobras, devolução de recursos do BNDES e de outros bancos públicos ao Tesouro. A soma de tudo isso já pode estar gerando algum ambiente positivo. Veja, por exemplo, o setor imobiliário. A combinação de redução e taxa de juros com a regulamentação do distrato está produzindo um renascimento desse mercado. Aí é questão de ter um acompanhamento cotidiano dos indicadores de crédito, de endividamento. Ainda não vejo uma situação de sobre-endividamento, porque na crise tanto empresas quanto famílias fizeram um ajuste de balanço patrimonial muito forte. Não vejo no curto prazo esse tipo de risco. Por outro lado, estão sendo criados novos mecanismos de garantias mais consistentes, que reduzem o risco para o emprestador. Então não vejo risco de crise de crédito imediata. Até porque nossa economia está andando devagar, e por mais que o crédito esteja crescendo isso está acontecendo a partir de uma base muito baixa.

> Esse diagnóstico de que tem que mandar receita para os estados porque a Federação está desequilibrada não se sustenta. Parte significativa da despesa que mais cresce está nas costas da União

Como avalia o caminho traçado para o reequilíbrio fiscal dos estados?

Acho que esse é um dos principais nós hoje na economia e na solvência do Estado brasileiro. Não estou vendo caminhar positivamente essa relação federativa. Por vários motivos. Acho que o Ministério da Economia teve um enfoque equivocado, que começou com o governo oferecendo muitos recursos de descentralização, especialmente do petróleo, e criou nos estados a expectativa de que não precisavam se ajustar porque viria muito dinheiro do governo federal. Existe um mito de que a Federação brasileira é muito centralizada, e isso não é correto. Se fizer uma comparação internacional, a Federação brasileira é uma das mais descentralizadas, e isso acontece porque os estados são donos do imposto que mais arrecada, o ICMS, e tanto os municípios quanto os estados recebem massivas transferências obrigatórias da União, como o FPE, FPM, Fundeb, entre outros. Esse diagnóstico de que tem que mandar receita para os estados porque a Federação está desequilibrada não se sustenta. Até porque parte significativa da despesa que mais cresce, que é a previdenciária, está nas costas da União. Então se partiu de um diagnóstico equivocado e se gerou uma série de incentivos errados.

Ainda há outro problema, que é a questão do Judiciário, onde se abre mais de uma porta de desestímulo para o ajuste pelos governos estaduais. Há um viés muito grande no sentido de que toda vez que os estados entram contra a União o Supremo dá ganho de causa para eles, numa perspectiva de achar que os estados são a parte mais fraca da relação e precisam ser protegidos. Isso permite que estados tenham liminares para parar de pagar suas dívidas com a União, para não ter suas contragarantias arrestadas

quando não pagam dívidas a credores privados. Também estão forçando a União a pagar adicionais da chamada Lei Kandir, que é um ressarcimento por desoneração de exportações que já deveria ter acabado.

Soma-se a isso o fato de se ter pelo menos dois estados muito quebrados que não tomam iniciativas para se ajustar, que são Rio de Janeiro e Minas Gerais. O Rio está no Regime de Recuperação Fiscal, que não está cumprindo, e ao mesmo tempo a penalidade pelo não cumprimento não é crível, porque a única que existe é sair do regime e pagar toda a dívida atrasada. O estado não tem dinheiro, então fica o impasse. E Minas Gerais, que deveria estar se ajustando, acabou de dar um reajuste alto para funcionários públicos. Também está no Congresso o chamado Plano Mansueto, para ajuste nos estados que estão em situação intermediária, que não anda. E há várias iniciativas no Congresso de socorro federal, como reduzir mais a taxa de juros de dívida com a União, alongar essa dívida, aumentar as transferências de FPE e FPM etc. Então não vejo um movimento organizado de buscar a retomada da solvência desses governos.

O positivo desse cenário é que surpreendentemente alguns governadores estão abrindo mão de explorar esse incentivo e estão tomando medidas corajosas. Rio Grande do Sul, Alagoas, Goiás, Paraná e Ceará, para citar alguns, buscam administrações fiscais bastante austeras, responsáveis, e isso é alentador. Pode estar surgindo uma nova mentalidade política em gestão fiscal estadual. Se esses governadores forem bem-sucedidos nas próximas eleições, isso pode criar um padrão novo de comportamento político.

Considera factíveis os termos da PEC do Pacto Federativo, se vários estados ainda estão longe de ajustar suas contas?

O Pacto Federativo tem sobreposição grande com a PEC Emergencial, em instrumentos para atuar na gestão de pessoal, cujo problema nos estados é até mais grave que na União. Mas está longe de constituir um novo marco regulatório que desestimule a que se endividem e empurrem os custos para a União, justamente por dar uma receita de petróleo que é bastante volátil.

> Temos que fazer um conjunto de reformas que praticamente triplique o ritmo de crescimento da produtividade que o Brasil registrou dos anos 1990 para cá

Para mudar esse quadro, é preciso redesenhar um conjunto de incentivos para que lá na frente não haja novo gasto excessivo de pessoal, endividamento excessivo. Isso passa por uma reforma administrativa que permita mais flexibilidade na gestão de pessoal, e por rever um conjunto de regras que tornam o funcionalismo muito forte. Estou falando de três coisas atuando juntas: total liberdade de sindicalização, total direito de greve, e estabilidade no emprego. Quando você sabe que vai fazer uma greve e não vai ser demitido, e tem um salário alto que financia um sindicato que se torna forte, você tem uma capacidade de organização que pode tornar a administração inviável. Veja a greve dos policiais no Ceará, que foi ilegal. É uma pressão muito grande em cima do governador, pois quando se tem greve de policial, médico ou professor cria-se um tumulto enorme na vida das pessoas. É muito difícil para o político segurar.

Considera que ainda há chance de se criar a concertação que garanta um ano positivo nas reformas?

O processo de reformas econômicas pelas quais o país precisa passar é longo, e a gente não vai ter crescimento de 3% ou 4% tão rapidamente. Nossa agenda de reformas é de, no mínimo, duas décadas. Para recuperar essa taxa de expansão, temos que fazer um conjunto de reformas que praticamente triplique o ritmo de crescimento da produtividade que o Brasil registrou dos anos 1990 para cá. Exige disciplina e perseverança grande.

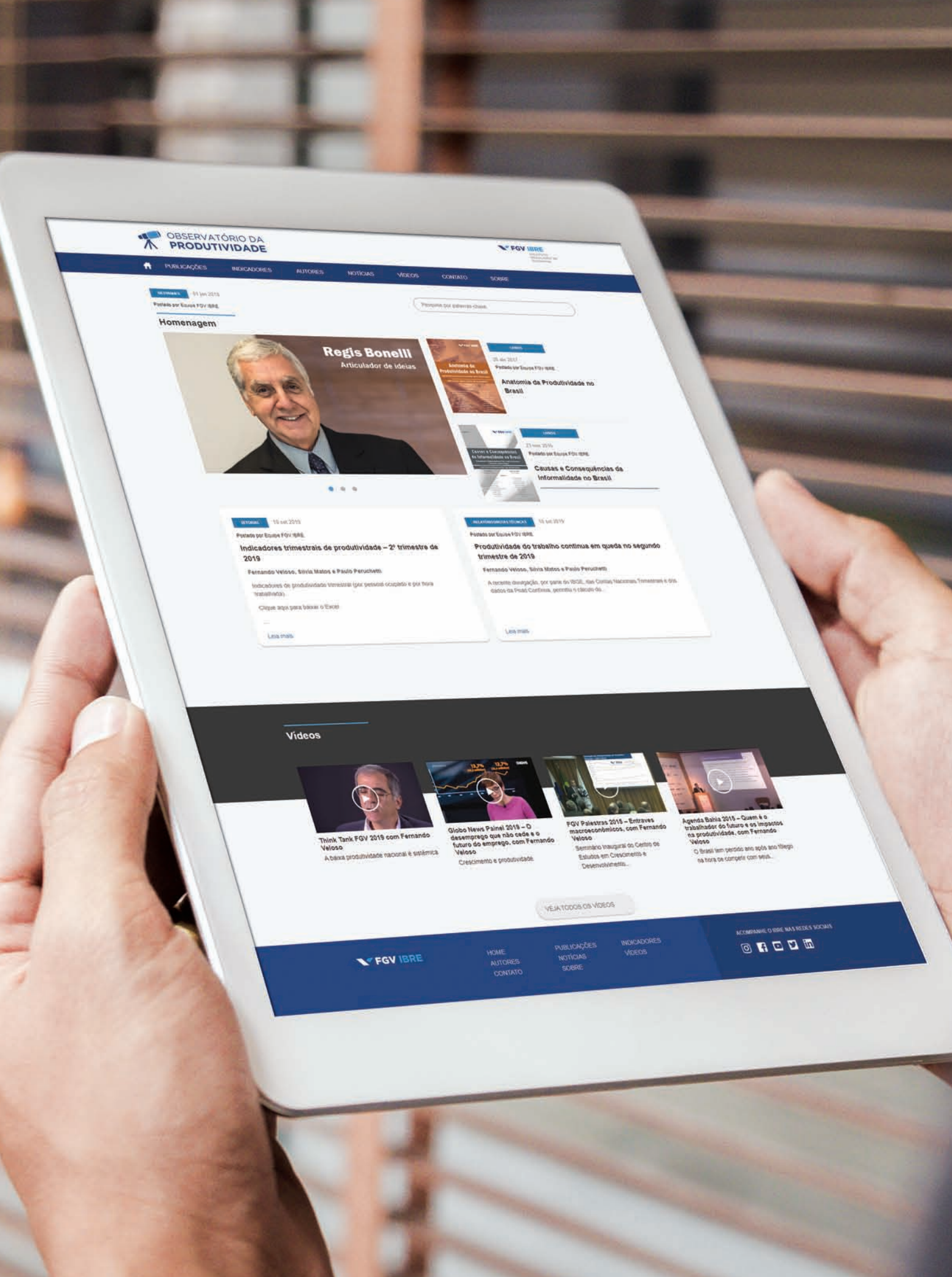
E para que isso ocorra com menos dificuldade precisamos ter um Poder Executivo no governo federal disposto a ter uma relação madura com o Congresso Nacional, e reavaliar sua opção de não trabalhar com governo de coalizão. Hoje o governo pratica o que tenho chamado de presidencialismo de omissão. Ele joga as propostas no Congresso, não negocia, não trabalha para aprová-las, nem para se defender de contrarreformas que estão em gestão dentro do Congresso. Fica difícil avançar com esse modelo de atuação política.

OBSERVATÓRIO DA
PRODUTIVIDADE

Uma medida de força para a economia

O **FGV IBRE** elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais para o debate sobre o desenvolvimento do país. O site **Observatório da Produtividade** reúne uma ampla base de dados sobre a produtividade, fornecendo informações para uma maior compreensão do tema e contribuindo para a formulação de políticas públicas que possam impulsionar o crescimento.

Acesse o site
Observatório da Produtividade
Disponível em versão mobile e desktop
https://ibre.fgv.br/observatorio-produtividade


OBSERVATÓRIO DA PRODUTIVIDADE
FGV IBRE
PUBLICAÇÕES
INDICADORES
AUTORES
NOTÍCIAS
VÍDEOS
CONTATO
SOBRE
Homenagem
Regis Bonelli
Articulador de ideias
Anatomia da Produtividade no Brasil
Causas e Consequências da Informalidade no Brasil
Indicadores trimestrais de produtividade – 2º trimestre de 2019
Fernando Veloso, Silvia Matos e Paulo Peruchetti
Produtividade do trabalho continua em queda no segundo trimestre de 2019
Fernando Veloso, Silvia Matos e Paulo Peruchetti
Leia mais
Vídeos
Think Tank FGV 2019 com Fernando Veloso
A baixa produtividade nacional é sistêmica
Globo News Painel 2019 – O desemprego que não cede e o futuro do emprego, com Fernando Veloso
Crescimento e produtividade
FGV Palestras 2015 – Entraves macroeconômicos, com Fernando Veloso
Agenda Bahia 2015 – Quem é o trabalhador do futuro e os impactos na produtividade, com Fernando Veloso
VEJA TODOS OS VÍDEOS
FGV IBRE
HOME
AUTORES
CONTATO
PUBLICAÇÕES
NOTÍCIAS
SOBRE
INDICADORES
VÍDEOS
ACOMPANHE O IBRE NAS REDES SOCIAIS

Desigualdade (até entre discursos e dados)

José Roberto R. Afonso
Professor do Doutorado do IDP e pós-doutorando do ISCSP-Univ. Lisboa

Thiago Felipe R. Abreu
Doutorando da Uerj

A reforma tributária está no debate nacional de novo, mas, desta vez, se passou a discutir também a questão da desigualdade do atual sistema.[1] Enquanto no passado essas duas questões só se juntavam em (poucos) estudos acadêmicos.[2] Há agora uma oportunidade ímpar para se voltar mais aos levantamentos e às leituras dos dados tributários. Isso permite avaliar outros aspectos sobre a concentração da renda[3] para além dos tradicionalmente baseados em declarações domiciliares e registros de emprego – até porque cada vez menos emprego é sinônimo de trabalho.[4] Sem contar que ninguém quer desperdiçar tanto tempo e esforço político com projetos que se apoiem apenas em discursos com nenhum ou pouco respaldo dos dados.

Já em tramitação na Câmara dos Deputados, a PEC 45 é a proposta de reforma tributária mais comentada e tem como foco a tributação do consumo. Seus defensores pregam que a melhora da tributação dos serviços atenuaria a regressividade do atual sistema que pouco onera tal base, onde os mais ricos consumiriam muito mais serviços do que os mais pobres.[5] Na mesma direção, tem sido defendida a tributação dos lucros e dividendos distribuídos na tabela progressiva do imposto de renda (IRPF).[6]

Antes do debate tributário em si, é interessante comentar brevemente a recente divulgação de nova Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF). A pesquisa foi divulgada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para os anos de 2017/2018.[7] As despesas correntes, por tipo, foram divulgadas de forma a identificar as realizadas em sete intervalos do volume despendido – assim é possível apurar os rendimentos dos mesmos extratos.

Uma rápida leitura da composição das despesas com serviços mais facilmente identificados[8] sinaliza que é preciso cuidado ou talvez mais estudos para analisar o impacto das mudanças tributárias. A análise acurada recorre aos microdados e fazer hipóteses sobre quanto de tributos incide sobre o atual consumo e quanto incidiria sobre os novos. Mas se for criado um novo imposto sobre consumo com alíquota única, a simples observação do padrão de gasto das famílias já agrega boas informações.

A soma desses serviços típicos gera 22% das despesas correntes total dos brasileiros, com uma oscilação irrelevante entre os que menos gastam (20% do total) e os que mais gastam (23%) – ver gráfico a seguir. A diferença entre esses extremos só abre um pouco se mudarmos a base da comparação para o rendimento,[9] porque os primeiros gastam mais do que ganham (*despoupam*) e os últimos o inverso (poupa-se muito): daí, as despesas com serviços são apenas 15% dos rendimentos daqueles de maior renda, fica em 19% na média, e sobe para 23% daqueles de menor renda. Tais índices apontam para o inverso do que se supunha normalmente – que os mais ricos consomem mais serviços que os mais pobres. Isso ocorre só em montante nominal, mas a ótica relativa é que importa para medir a dimensão do ônus tributário e do impacto de eventual reforma.

É possível refinar a análise e excluir o gasto com energia elétrica e comunicações já submetidos ao ICMS e com alíquotas mais altas que o padrão: mesmo assim os serviços que restam oscilam entre 19% do total da despesa corrente daqueles de menor gasto até 9% entre os de maior gasto. Se ainda forem excluídos os serviços bancários e com seguros e planos de saúde (já que não são bases comuns nos IVAs ao redor do mundo), o montante restante oscila entre 14% e 8%, respectivamente. Se também forem desconsiderados os serviços de ensino e de saúde (aos quais tem se defendido tratamento diferenciado em um IBS), o montante que resta de serviço consumido fica

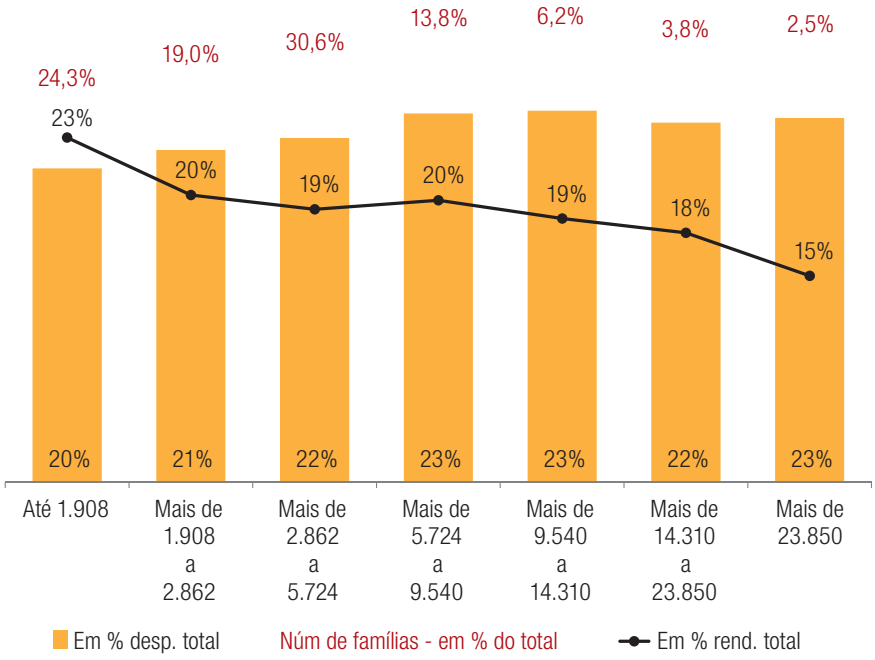
pequeno e alterna de 9% para 6% entre os que mais e menos gastam.

A composição do tipo de serviços no orçamento familiar é a mudança mais relevante entre os mais pobres e os mais ricos, com uma clara distribuição proporcional entre os dois intervalos extremos. Se computados todos os serviços e tomado o consumo como paradigma, é irrelevante o peso no orçamento conforme faixa de gasto. O perfil de consumo muda muito, de modo que energia elétrica e comunicações pesam relativamente muito mais no gasto dos mais pobres enquanto serviços bancários, seguros, ensino e saúde pesam muito mais para aqueles mais ricos. À parte estes que respondem por dois terços dos serviços consumidos pelos brasileiros em geral, é muito pequena a diferença entre os extremos e, se comparados contra renda, eles consomem proporção maior dos mais pobres do que dos mais ricos – efeito ao contrário do que tem sido dito na defesa de maior imposto sobre consumo de serviços.

Uma lição a aprender com o novo padrão de consumo de serviços das famílias brasileiras é que, para diminuir a regressividade de tributos desse tipo, mais importante seria reduzir a sua incidência sobre utilidades (como energia elétrica e comunicações), que hoje já devem suportar uma alíquota muito superior aos 25% propostos de IBS – mas isso implica (isoladamente) perda de arrecadação. Se a alternativa fosse aumentar a incidência sobre serviços mais consumidos pelos mais ricos seria sobrecarregar seguros, saúde, ensino e serviços bancários. Isso, porém, é difícil operacionalmente. tanto que alguns pregaram não taxar *spread* financeiro e aliviar a educação e saúde.[10] Ora, os demais serviços pouco

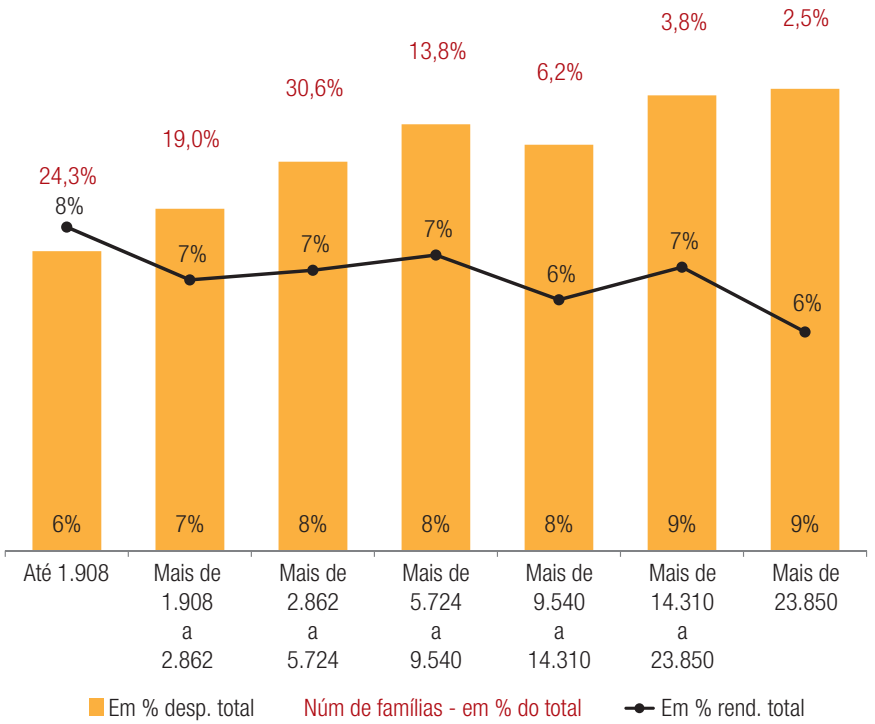
Despesas correntes por faixa de despesa – em % do rendimento e despesa total das famílias (2017/2018)

Total de serviços



Outros serviços

(exclusive utilidades, financeiros, ensino e saúde)



Fonte primária: IBGE. Elaboração própria. Nota: Inclusos os rendimentos monetário e não monetário e a variação patrimonial. Além de população sem rendimento.

pesam nos orçamentos familiares e menos mudam entre extratos sociais (eles consomem até parcela maior da renda dos mais pobres do que dos mais ricos, na contramão da ideia de que sobretaxar tal base iria tornar um IBS progressivo).

Outra fonte rica para análise, e pouco explorada, é a consolidação das declarações ao imposto de renda das pessoas físicas – DIRPF, que tem sido divulgada pela Receita Federal.[11] Esses dados permitem uma visualização complementar das análises sobre distribuição de renda no Brasil, principalmente com a publicação em separado pela Receita Federal acerca do DIRPF por *centis*, com dados recém-divulgados até o ano-calendário de 2018.[12]

Foram entregues 29,1 milhões de declarações no prazo, menos de 30% da população economicamente ativa.[13] Em que pese essa menor cobertura, por outro lado, há a vantagem de considerar não apenas os assalariados, que têm carteira assinada ou são servidores públicos, como também aqueles que atuam como autônomos e, sobretudo, como firmas individuais – uma tendência crescente.

Uma abordagem interessante pode ser calcular coeficientes de Gini[14] das diferentes variáveis que compõem a declaração do IRPF. A partir dos dados do Banco Mundial, ao pegar a média dos últimos dez anos dos dados disponíveis (2007-2017), numa amostra de 153 países, a média mundial do coeficiente foi de 0,39, para essa década o resultado do Brasil foi de 0,53, aparecendo na 147a colocação dessa amostra.[15]

Para 2018, o coeficiente do Gini do rendimento tributável (aquele levado à tabela progressiva) foi calculado em 0,58 vide tabela a seguir.[16]

Já a concentração do imposto devido salta para um impressionante coeficiente de 0,81, o que, em princípio, sinalizaria para uma alta progressividade no IRPF, alcançando proporcionalmente muito mais os mais ricos, em que pese muito dessas rendas não serem levadas à tabela progressiva (como as isentas e as tributadas na fonte). Quando computadas, o Gini do total de rendimentos fica em 0,53, ou seja, praticamente igual ao medido quando contadas apenas as rendas declaradas. Esse surpreendente resultado contraria os discursos reinantes sobre a má distribuição do imposto de renda dos brasileiros.

Para tentar entender porque muda pouco a concentração entre renda tributável ou não, é muito curioso observar as medidas dos rendimentos isentos. São R$ 421 bilhões oriundos de lucros e de dividendos com a maior concentração medida no IRPF no caso daqueles oriundos de grandes empresas (Gini de 0,94), sendo menor no caso das microempresas, por onde passa a dita pejotização (Gini de 0,75). Esse efeito, porém, é mais que contrabalançado pelo fato de que R$ 511 bilhões de outros rendimentos (como os de caderneta de poupança) têm um Gini de 0,47, ou seja,

Ginis dos *centis* das declarações do IRPF 2019

Ano-calendário 2018

Rendas	
Rendimentos isentos: lucros e div.	0,94
Deduções: livro-caixa	0,89
Imposto Devido	0,81
Rend, Isentos: sócio/titular ME/EPP Opt Simples	0,75
Rendimentos com trib. exclusica	0,73
Rend, Isentos: totais	0,65
Deduções: pensão alimentícia	0,60
Deduções: previdenciárias	0,60
Deduções: médicas	0,53
Dívidas e ônus	0,53
Rendimentos líquidos	0,51
Rendimentos tributáveis	0,48
Rend, Isentos: outros	0,47
Deduções: instrução	0,46
Deduções: dependentes	0,23
Rendimentos Totais	**0,53**
Bens	
Bens e direitos: financeiros	0,72
Bens e direitos: outros	0,72
Bens e direitos: imóveis	0,47
Bens e direitos: móveis	0,35

Fonte primária: RFB. Elaboração própria. Nota: Classificados pela RB2 (RB2 = Renda tributável bruta + rend. sócio/titular MPP + lucros e dividendos + rend. suj. trib. exclusiva).

uma renda mais bem distribuída até do que o total de rendimentos tributáveis e levados à tabela progressiva.

A surpresa prossegue com os índices de Gini medidos para importantes deduções, como despesas médicas (0,53), instrução (0,46) e dependentes (0.23), que são menos concentradas que a renda e muito abaixo do imposto devido. Isto aponta na direção exatamente oposta do que tem sido o discurso reinante, de que tais deduções beneficiariam proporcionalmente os mais ou muito ricos.[17] A imposição de um baixo teto para dependentes e depois para instrução faz com que tais deduções pouco beneficiem aqueles de maior renda. O desconto de despesas médicas, como já tinha sido alertado,[18] mais atende à classe média do que os muitos ricos, inclusive porque do que recebem como lucros e demais rendas não tributáveis nada podem abater daquelas despesas. O que deixar de ser isento, em princípio, vai aumentar o limite de dedução (por exemplo, para previdência complementar) ou mesmo teto de todos os outros descontos (que obviamente não podem separar da renda tributável).[19]

Os novos dados fiscais mostram que, ainda que mais se ganhe, menos se deduz, resulta a surpreendente situação de um imposto devido muito mais concentrado do que a renda, de modo que tal enorme diferencial poderia indicar se atender bem ao princípio da progressividade no sistema vigente. Também os novos dados do orçamento familiar evidenciam que o peso dos serviços na cesta de consumo não muda muito dos mais ricos para os mais pobres.

Enfim, é esperado que a inegável desigualdade brasileira, já presente na economia, na sociedade e no sistema tributário, também não se reflita em distância entre discursos e dados. São enormes os desafios e exigem muito debate técnico, com base em evidências, deixando ideologias de lado. Não se pode bem reformar aquilo que mal se sabe a atual forma.

[1]Desigualdade é apontada como fator crucial para o baixo crescimento, por exemplo, por FRAGA Neto, A, *Estado, desigualdade e crescimento no Brasil*. Novos Estudos, 2019.

[2]Ver livro editado pelo Ipea e FGV, AFONSO, José R. *et al*. (Ed.). *Tributação e desigualdade*. FGV Direito Rio, 2017 – ver: https://goo.gl/45Z2VE

[3]Dois artigos pioneiros dessa abordagem são: AFONSO, J.R. Imposto de renda e distribuição de renda e riqueza: as estatísticas fiscais e um debate premente no Brasil. *Revista da Receita Federal*, 2014 – ver: https://goo.gl/sfJ3Wv; e MEDEIROS, M.; SOUZA, P.; CASTRO, F. *O topo da distribuição de renda no Brasil: primeiras estimativas com dados tributários e comparação com pesquisas domiciliares, 2006-2012*, Dados, 2015 – ver: https://bit.ly/2Tilud4.

[4]É urgente repensar indicadores, seja nos conceitos, seja na avaliação dos seus resultados. Nunca é demais insistir que a revolução digital já provoca mudanças sensíveis na economia e na sociedade, não se limitando apenas a aspectos tecnológicos.

[5]Entre outros, ver APPY, B, Os setores na reforma tributária, *Estado de S.Paulo*, 3/3/2020 – ver https://bre.is/BhXW2j59; ou ORAIR, R. *et al. Reforma tributária e federalismo fiscal: uma análise das propostas de criação de um novo imposto sobre o valor adicionado para o Brasil*. Ipea, 2019.

[6]Entre outros, ver GOBETTI, S., ORAIR, R., *Progressividade tributária: a agenda negligenciada*. Ipea, 2016. Disponível em: https://bre.is/W2FXXHvn.

[7]Disponível em: https://bit.ly/2PzTAYV.

[8]Um exercício simples aqui realizado toma a tabela 1.1.1 da POF 2018-2018, cobrindo todo o Brasil, e sugere computar como serviços as seguintes despesas correntes: serviços e taxas mais consertos artigos do lar no bloco de habitação; urbano e viagens esporádicas em transporte; planos e seguros de saúde, consultas, tratamento médico, cirurgias e hospitalização e exames, em assistência à saúde; diferentes cursos em educação; recreações e esportes, jogos e apostas, comunicação, cerimônias e festas, e serviços profissionais em despesas diversas; bem assim como serviços bancários.

[9]Não custa alertar que faz enorme diferença para análise do impacto na desigualdade computar renda ou gasto familiar. Quanto maior a renda, maior a poupança – utilizando como *proxy* os rendimentos totais menos as suas despesas correntes. Enquanto a amostra da população com rendimento mensal de até R$ 1.908 gasta 17,2% acima de sua renda, a população mais rica, com rendimentos maiores do que R$ 23.850, poupa um percentual de 32,2%.

[10]Vide IVA é moderno e não eleva carga, defende Appy, *Valor*, 26/2/2020, em: https://bre.is/obH6GMb7.

[11]Disponível em: https://bit.ly/2SfrzVh.

[12]Disponível em: https://bit.ly/2T7SENQ.

[13]Atentando que a base de dados compreende somente os contribuintes com rendimentos recebidos obrigados a declarar tal imposto, deixando de fora parte da população brasileira.

[14]Trata-se de um medidor de concentração, que varia de zero a um, onde quanto mais perto de um mais concentrado essa variável é. Para saber mais ver: FARRIS, F. The Gini Index and measures of inequality. *The American Mathematical Monthly*, 2010.

[15]Disponível em: https://bit.ly/2VzBxpU.

[16]Uma vez que a amostra da população declarante não leva em consideração aqueles que são isentos do imposto de renda, dessa forma os coeficientes globais para a sociedade certamente são maiores.

[17]Aliás, a concentração dos bens declarados ao IRPF em 2019 se revela maior do que as dos rendimentos, em particular no caso dos ativos financeiros – declarados a valores de mercado. A surpresa, porém, aparece mais uma vez em sua decomposição: o declarado em imóveis seja muito menos concentrado que a renda – talvez porque a maior parte de seu estoque esteja subvalorizada e seja uma forma de poupança predominante daqueles de menor renda.

[18]Esse efeito já tinha sido comentado em nosso artigo com CASTRO, K., Renúncia à razão, *Conjuntura*, dez. 2018 – em: https://bre.is/ZxCwbRam: "A relação positiva entre renda e despesas médicas ocorre até faixa em torno de 15 salários mínimos, quando a relação se inverte. Ainda assim, a renúncia em proporção da renda total é muito baixa – irrisórios 0,14% no global do IRPF. Tal razão passa de 0,1% para quem ganha entre 5 e 7 salários, para o maior benefício proporcional de 0,34% para ganhos entre 15 e 30 salários, e fica abaixo da média para renda acima de 60 salários. Para os muito ou muitíssimo ricos, as deduções médicas têm pouca relevância em termos de renúncia, ao contrário da classe média que proporcionalmente mais se beneficia dessa dedução".

[19]Não custa relembrar que os de maior renda também optam e de forma expressiva por declarar o IRPF pelo modelo simplificado: em 2017, era usado por no mínimo um quarto dos que ganhavam mais de 40 salários mínimos – aliás, na faixa mais alta, acima de 320 salários, 34,4% dos declarantes abriram mão de fazer os descontos disponíveis apenas no regime completo – ver detalhes em nosso artigo Reforma tributária: começando pelo fio, na *Conjuntura*, set. 2019 – em: https://bre.is/uK4S7pkM.

A lentidão da recuperação da recessão de 2014-2016 é um quebra-cabeça?

Fernando de Holanda Barbosa
Professor da EPGE Escola Brasileira de Economia e Finanças (FGV EPGE)

A grande recessão brasileira começou no segundo trimestre de 2014 e terminou no quarto trimestre de 2016, com o produto *per capita* diminuindo 9% nesse período. Em 2017, 2018 e 2019 a taxa de crescimento do PIB está em torno de 1%, considerando-se as previsões para 2019. A taxa de capacidade ociosa da economia brasileira é estimada em cerca de 3%, podendo variar de acordo com as metodologias adotadas para sua mensuração. O produto potencial cresce a uma taxa que deve estar no intervalo entre 2 e 3% ao ano. Como explicar a lentidão na recuperação da recessão de 2014-2016?



Uma das causas da grande recessão foi a política monetária contracionista que começou em abril de 2013 para trazer a taxa de inflação para um dígito. O Copom aumentou a taxa de juros que atingiu seu pico de 14,25% ao ano em julho de 2015. Ela se manteve neste patamar e começou a ser reduzida em outubro de 2016, quando foi fixada em 14% ao ano.

Em fevereiro deste ano o Copom continuou com a política expansionista e reduziu a taxa Selic para 4,25%. A estimativa de mercado para a taxa de inflação nos próximos 12 meses é de 3,2%. Logo, a taxa de juros real está um pouco acima de 1% ao ano, inferior, portanto, à taxa de juros natural de 2% ao ano. A política monetária expansionista, em situações normais, como indicam os livros-textos, conduz a economia ao pleno emprego, acabando com a capacidade ociosa, colocando-a na trajetória do crescimento do produto potencial.

As projeções de mercado do final do ano passado indicavam um crescimento da economia para 2020 entre 2,5 e 3,0% ao ano. Os dois canais de funcionamento da política monetária são o hiato da taxa de juros e o hiato da taxa de câmbio, as diferenças entre seus valores reais e seus valores de longo prazo, denominadas de taxas naturais. No caso do câmbio quando os juros diminuem a taxa de câmbio aumenta estimulando as exportações e desestimulando as importações.

O cenário descrito nos parágrafos anteriores funciona quando não

existe desequilíbrio fiscal. Uma outra causa da grande recessão foi a crise fiscal produzida pelos governos do PT. Desde 2015 o Brasil tem déficit primário, quando anteriormente tinha um superávit primário próximo de 3% do PIB. O déficit primário deve continuar em 2020. A estratégia gradual adotada no governo Temer, e continuada pelo governo Bolsonaro, foi a introdução de um teto para os gastos, acoplada com reformas que irão permitir o ajuste fiscal pelo corte dos gastos ao invés de aumento da carga tributária. A primeira reforma, a da Previdência, foi aprovada no ano passado, e outras reformas deverão ser submetidas ao Congresso no primeiro semestre de 2020. Essa estratégia torna factível um ajuste fiscal futuro, permitindo a sustentabilidade da dívida pública. O mercado já precificou o ajuste fiscal futuro e reduziu o risco país, que está num patamar próximo daqueles países que não têm crise fiscal, como é o caso do Chile.

Todavia, a estratégia de ajuste gradual implica uma política fiscal contracionista nos próximos anos. Usando uma imagem simples: a política monetária controla o acelerador e a política fiscal comanda o freio. Em termos de potência, acredito que a política monetária fará com que o automóvel ande, mas o freio afetará a velocidade do mesmo.

Keynes enfatizou que o ambiente dos negócios pode afetar a decisão dos empresários em investir. Ele usava uma expressão em inglês, *animal spirits*, que é difícil traduzir para o português, para exprimir essa ideia. O estilo beligerante do presidente Bolsonaro, que certamente afeta membros de sua equipe, não contribui para que os empresários, sejam brasileiros ou estrangeiros, tenham confiança nas regras do jogo. Ademais, o casamento de uma equipe econômica liberal com um político conservador é interpretado como um casamento de conveniência, que poderá, repentinamente, terminar em divórcio.

Por último, cabe lembrar, que o acaso pode contribuir para a lentidão da recuperação da grande recessão de 2014-2016 neste ano de 2020. O coronavírus que se originou na China vai não somente afetar nossas exportações para aquele país, mas, também, para outros mercados, como consequência da desaceleração na atividade econômica mundial.



CONJUNTURA
ECONÔMICA

Assinaturas e renovações

conjunturaeconomica@fgv.br

Rio de Janeiro:
(21) 3799-6844

Outros estados:
0800-025-7788 (ligação gratuita)

O Congresso Nacional e a frágil autonomia das agências reguladoras

Sérgio Guerra
Diretor e professor titular de Direito Administrativo da FGV Direito Rio

Natasha Salinas
Professora do Programa de Pós-graduação (Mestrado e Doutorado) em Direito da Regulação e do curso de graduação em Direito da FGV Direito Rio

Em 23 de janeiro passado, a Comissão de Fiscalização e Controle da Câmara dos Deputados anunciou que examinaria o Projeto de Lei nº 5.325/2019, que tem por objetivo alterar a Lei nº 9.427/96 (que institui a Aneel) para proibir expressamente as distribuidoras de energia de incluírem no valor da tarifa cobrada do usuário/consumidor as perdas não técnicas de energia elétrica.[1] As perdas não técnicas ou comerciais são aquelas que estão associadas à gestão comercial da distribuição, como as que decorrem, por exemplo, de furto de energia ou erros de medição. Pelo regime atual, as perdas não técnicas são em parte repassadas à tarifa cobrada dos consumidores. O cálculo do percentual dessas perdas é definido pela Aneel em regulamento próprio.[2]

Segundo exposição de motivos dessa iniciativa legislativa, as perdas não técnicas representam 10,7% das receitas das distribuidoras da Região Norte, de onde o parlamentar, autor da proposta, é originário (senador Zequinha Marinho, do Pará). O objetivo da proposta é, portanto, diminuir o preço da tarifa paga pelos usuários da Região Norte do país.

Iniciativas legislativas como esta são comuns no âmbito do Congresso Nacional. Estudo[3] realizado pelo projeto Regulação em Números,[4] da FGV Direito Rio, pesquisou a tramitação na Câmara dos Deputados, de 1996, ano da criação das agências, até 2017, de 689 iniciativas legislativas sobre agências reguladoras. Mais de dois terços desta produção teve por objetivo criar, ampliar, modificar ou reduzir parâmetros para o exercício de competências normativas e fiscalizatórias das agências.

Ao analisarmos o conteúdo das iniciativas legislativas que tratam especificamente da outorga de competências às agências reguladoras, identificamos três padrões possíveis adotados pelo Congresso Nacional: outorga *ampla*, *condicionada* e *restrita*.[5]

O Congresso Nacional outorga competências amplas às agências reguladoras quando lhes confere alto grau de autonomia para determinar o conteúdo de suas normas regulatórias. Algumas leis que criam agências costumam ter essa natureza. Por exemplo, ao editar a Lei nº 11.182/2005, o Congresso atribuiu competência para a Anac regular e fiscalizar serviços aéreos de maneira bastante ampla, sem definir parâmetros e condições para exercício desta regulação. Em alguns casos, o Congresso pode inclusive articular-se para ampliar as competências originariamente atribuídas às agências reguladoras. O Projeto de Lei nº 2.734/2011, atualmente em trâmite na Câmara dos Deputados, tem por objetivo ampliar as competências da ANS para que passe a regular as atividades dos prestadores de serviços médicos e hospitalares de saúde suplementar.[6]

A outorga de competências amplas é exceção, e não a regra. Muito mais comuns são as iniciativas legislativas que condicionam o exercício da atividade regulatória a certos parâmetros ou condições legais. A Lei nº 10.742/03, por exemplo, es-

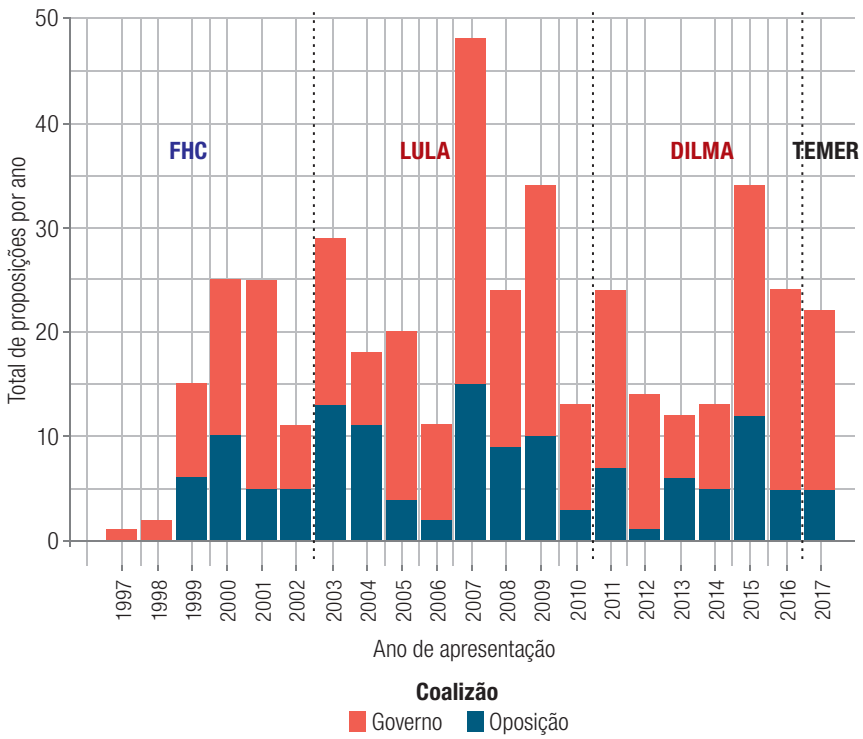
tabelece parâmetros a serem observados pela Câmara de Regulação do Mercado de Medicamentos (CMED) na fixação e reajuste de preços de medicamentos. Esta lei estabelece índices para fixação de preços, define os custos que poderão ou não ser repassados ao consumidor, estabelece a periodicidade de fixação destes ajustes, define as fontes de informação que poderão ser utilizados para a determinação de preços etc. A proposta legislativa do senador Zequinha Marinho, ora comentada, pode também ser enquadrada nesta categoria, na medida que limita a competência de definição de tarifas atribuída à Aneel a uma condição específica: não incluir as perdas não técnicas no valor da tarifa cobrada do consumidor.

Por fim, a outorga restrita é aquela que limita consideravelmente a reflexividade administrativa da agência reguladora ao estabelecer, em seu lugar, a regra que deverá ser observada pelo agente econômico regulado. Neste caso, o Congresso Nacional *substitui* a agência na definição dessa regra. Observa-se, por exemplo, a Lei nº 11.442/2007, que regula o transporte autônomo de cargas. Nesta lei, definiu-se prazo máximo de cinco horas para carga e descarga do veículo de transporte rodoviário. Ultrapassado este período, o embarcador ou destinatário deverá pagar multa no valor de R$ 1,38 por tonelada/hora ou fração. A competência para definir as condições temporais de carga e descarga estabelecidas em lei poderiam ter sido outorgadas à ANTT. O Poder Legislativo optou, no entanto, por restringir consideravelmente a competência da ANTT neste particular.

Há situações, ainda, em que o Poder Legislativo exerce sua atividade legislativa para garantir que determinada atividade ou conduta não venha a ser proibida ou restringida pelo órgão regulador. A Lei nº 13.454/17, que autorizou a produção, comercialização e consumo de anorexígenos – substâncias utilizadas na composição de remédios para emagrecimento – foi editada com este propósito. A produção e comercialização desses produtos era permitida no Brasil há décadas até que a Anvisa editou, em outubro de 2011, uma norma restringindo o uso de sibutramina e proibindo o uso das demais substâncias.[7] A Lei nº 13.454/2017 foi editada, deste modo, para impedir que a agência reguladora proíba[8] agentes regulados de produzirem as substâncias acima mencionadas.

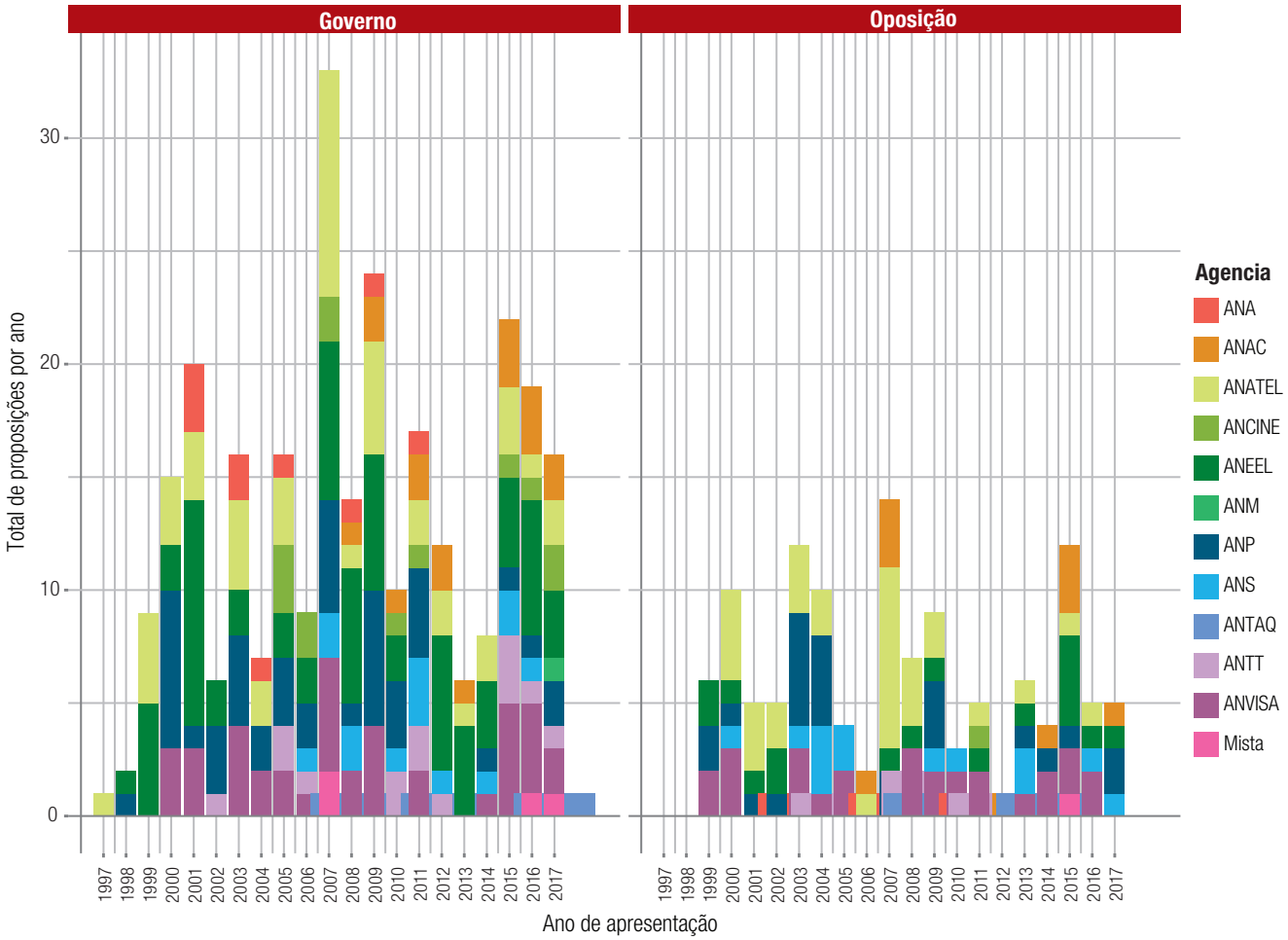
O que estudos empíricos como estes têm a demonstrar? Iniciativas legislativas que outorgam competências sob condições específicas ou que restringem o exercício das competências das agências variam conforme o setor regulado e não são estanques. À medida que um ambiente regulatório se consolida, parlamentares buscam[9] estratégias para limitar a reflexividade administrativa das agências de modo a alcançar objetivos pontuais. Esses pleitos ora visam atender às demandas dos consumidores/usuários de serviços (*e.g.* o mencionado projeto de lei que visa proibir a inclusão das perdas não técnicas ao valor da tarifa), ora coincidem com os interesses dos agentes econômicos regulados (*e.g.* a referida lei que autoriza a produção de anorexígenos). A produção legisla-

Atos legislativos sobre competências regulatórias



Fonte: Elaboração própria (base de dados Regulação em Números).

Atos legislativos sobre competências regulatórias por agência



Fonte: Elaboração própria (base de dados Regulação em Números).

tiva do Congresso Nacional, nesses termos, tem sido pendular, podendo, independentemente dos objetivos, aumentar a insegurança jurídica e enfraquecer o modelo de regulação por agências.

[1]Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/01/23/projeto-proibe-que-despesa-com-furto-de-energia-seja-cobrada-do-consumidor>. Acesso em: 31 jan. 2020.

[2]Essas regras estão previstas no submódulo 2.6 dos Procedimentos de Regulação Tarifária – PRORET.

[3]JORDÃO, Eduardo; MOLHANO, Leandro; SALINAS, Natasha; SAMPAIO, Patrícia. A Produção Legislativa do Congresso Nacional sobre Agências Reguladoras. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/56/222/ril_v56_n222_p75.pdf>. Acesso em: 31 jan. 2020. *Revista de Informação Legislativa*, v. 56, n. 222, abr-jun., 2019, p. 75-107.

[4]O "Regulação em Números" é um projeto institucional da FGV Direito Rio, que tem por objetivo desenvolver estudos empíricos sobre agências reguladoras federais. Desenvolvido no âmbito do Centro de Pesquisa em Direito e Economia (CPDE) da FGV Direito Rio, o Regulação em Números atualmente desenvolve quatro frentes de pesquisa principais: (i) mecanismos de participação (audiências e consultas públicas) das agências reguladoras federais; (ii) processo administrativo normativo das agências; (iii) controle político/legislativo das agências reguladoras; (iv) controle judicial e externo das agências reguladoras.

[5]Cf. GUERRA, Sérgio; SALINAS, Natasha. Controle Político da Atividade Normativa das Agências Reguladoras. *Revista de Direito Econômico e Socioambiental*, v. 9, n. 3, 2018, p. 402-430.

[6]Atualmente, apenas as operadoras de planos de saúde são diretamente reguladas pela ANS. A ANS regula apenas indiretamente os prestadores de serviços, ao estabelecer regras que as operadoras deverão observar ao se relacionarem com estes prestadores.

[7]Resolução Anvisa n. 50, de 25 de setembro de 2014.

[8]O projeto de lei que deu origem a esta lei tinha inicialmente redação diversa. Seu texto original proibia a Anvisa de vetar a produção e comercialização dos anorexígenos sibutramina, anfepramona, femproporex e mazindol (BRASIL, 2011a).

[9]Isso não significa que os parlamentares são bem-sucedidos na tentativa de controlar as agências reguladoras. No estudo que realizamos, verificamos que apenas 8,7% de todas as iniciativas legislativas foram transformadas em norma jurídica. As demais foram arquivadas ou seguem um curso lento de tramitação. Dois terços das leis aprovadas, por sua vez, foram iniciadas pelo Poder Executivo, e não pelo Congresso Nacional. Cf. JORDÃO *et. all., op. cit.*

agência3

Boletim Macro do IBRE.
Tudo para você estar bem informado sobre a economia.

Estatísticas, projeções, análises e toda a visão estratégica do IBRE sobre o cenário macroeconômico brasileiro. Uma verdadeira radiografia mensal com indicadores que retratam a economia do país. Disponível para você se informar, do jeito que preferir, inclusive por vídeo. Todo mês, de graça, onde você estiver.



portalibre.fgv.br – facebook.com/ibrefgv
twitter.com/fgvibre – youtube.com/fgvtv

Available on the App Store

FGV IBRE

IBREFGV FGVIBRE FGVTV PORTALIBRE.FGV.BR

A geopolítica do petróleo do coronavírus: exagero ou realidade?

Fernanda Delgado
Professora e coordenadora de pesquisa da FGV Energia

Najad Khouri
Economista

Julio Pinguelli
Pesquisador da FGV Energia

Em tempos de ascensão de políticas nacionalistas, guerras comerciais e de enfraquecimento de organismos internacionais, a erupção do coronavírus veio para comprovar a interdependência econômica mundial e a necessidade de cooperação internacional, não somente em tópicos como terrorismo e clima, mas também em questões como segurança e saúde pública.

Para o setor energético mundial, as consequências do espraiamento inicial do vírus já podem ser sentidas nos preços do petróleo no mercado internacional, que experimentaram, na primeira semana de março de 2020, o sexto declínio semanal consecutivo, pressionado pela queda de demanda na China em meio ao surto. *Pari passu*, a Opep+, liderada pela Arábia Saudita, e pela Rússia, lutam para encontrar uma posição unificada sobre como conter a queda nos preços.

Adicionalmente, para o mercado de gás natural, o surto de coronavírus desestabilizou o mercado mundial diante da queda na demanda e das ameaças de importadores chineses de cancelarem até 70% das importações marítimas em fevereiro (2020).



Sob esta perspectiva, este artigo busca avaliar a crise atual e seus possíveis cenários consequentes para o mercado energético nacional e internacional, buscando chaves de compreensão para a posição brasileira no contexto petrolífero internacional face a este novo desafio. Busca demonstrar também como uma epidemia que eclodiu no interior da China pode afetar a vida de municípios brasileiros produtores de petróleo.

O surto do coronavírus estourou em dezembro de 2019 em Wuhan, capital da província Hubei, na China central. A cidade tem aproximadamente 11 milhões de habitantes e constitui um centro comercial e industrial importante.

O vírus deixou isolados aproximadamente 46 milhões de pessoas que habitam as cidades bloqueadas na província-foco da epidemia. Depois que a Organização Mundial da Saúde (OMS) colocou toda a China em estado de isolamento parcial do resto do mundo, boa parte do sistema de transporte do país (voos, trens e transporte urbano e marítimo) foi interrompido. Governos de outros países anunciaram o fechamento de suas fronteiras com a China e outros

retiraram seus cidadãos, como foi o caso do governo brasileiro.

Desde a eclosão do vírus até a primeira semana de março, já existiram mais de 160 mil casos de contaminação fora da China, com pacientes confirmados em mais de 62 países. A maioria deles está na Ásia, mas existem casos confirmados em todo o mundo na Oceania. Entretanto, Filipinas, Estados Unidos e Itália já divulgaram mortes fora da China. No Brasil, foi confirmada a existência de um paciente vindo da Itália, da região da Lombardia, que testou positivo para o coronavírus. Além dele, outras 30 pessoas que tiveram contato com ele estão em quarentena, aos cuidados do governo brasileiro.

Ainda é cedo para afirmar as consequências econômicas do surto, mas alguns números têm sido divulgados pelas mídias nacionais e internacionais, calculados a partir das restrições no transporte público e nas viagens aéreas na China, assim como nas quarentenas e prolongamentos de feriados estabelecidos no país (ver tabela).

Em um momento em que a economia chinesa já está desacelerando no meio de uma guerra comercial com os Estados Unidos há uma preocupação crescente de que o efeito do vírus na segunda maior economia do mundo possa levar a um impacto econômico global. Certamente a desaceleração da economia chinesa deve causar interrupções nas cadeias de suprimentos globais de importações e exportações, o que deve refletir diretamente nos preços das *commodities*, como é o caso do petróleo e do minério de ferro que o Brasil exporta, e de outros metais como é o caso do cobre e do chumbo, por exemplo. Consequentemente uma redução do PIB da China em 2020 deve afetar diretamente o Brasil, em se tratando de dois grandes parceiros comerciais com balanças altamente imbricadas (figura 1). No mercado brasileiro, por exemplo, maior comprador de peças e componentes eletrônicos da China – as exportações chinesas de peças e equipamentos no segmento eletroeletrônico respondem por mais de 10% da produção global desses produtos –, já houve paralisação da produção de equipamentos como celulares, *tablets*, TVs, consoles de videogame e outros por falta dos componentes que são fabricados na China.

> No mercado de petróleo, a previsão de queda de demanda da China deve refletir em projeções baixistas em torno de 300 mil barris por dia em 2020

E não é só o mercado de eletrônicos no Brasil que é afetado por esta crise. As principais *commodities* mundiais, como a soja e a carne, têm sofrido impacto nos preços no curto prazo. A soja representa 30% de tudo que é exportado pelo Brasil à China, seguido do petróleo, com 24% e minério de ferro, com 21%. O impacto na balança comercial brasileira poderá sofrer impacto negativo na sua previsão de crescimento, que hoje é de US$ 37,4 bilhões.

No mercado de petróleo, a previsão de queda de demanda da China deve refletir em projeções baixistas em torno de 300 mil barris por dia em 2020. Esta queda está puxando os preços da *commodity* para baixo (figura 2). A cotação de Brent caiu em média USD 10 por barril, desde o início do surto, ou seja, 20% em relação a janeiro de 2020.

Considerando que o mundo produz 100 milhões de barris por dia há uma transferência direta de aproximadamente US$ 1 bilhão/dia dos produtores para os consumidores. Em relação às exportações mundiais, que são da ordem de 40 milhões de barris por dia,[2] a transferência de recursos dos países exportadores, países em desenvolvimento, para os

Infectados	Mais de 90.000 pessoas
Mortes confirmadas	3.110 pessoas
Projeção de redução do PIB chinês 1º trimestre 2020	0,8%
Projeção de redução do PIB chinês 2º trimestre 2020	0,2%
Contratos de GNL revogados até fevereiro de 2020	14
Menor preço histórico do GNL[1] no mercado asiático	US$ 2,95/MMBTU
Redução da demanda de óleo cru mundial	3%
Redução da demanda de óleo cru na China	25%

Fonte: Elaboração própria.

importadores, países desenvolvidos, gira em torno de US$ 400 milhões diários e pode pressionar o orçamento dos governos aumentando o desiquilíbrio ou transformando o equilíbrio em déficit fiscal. Dependendo da duração da epidemia, os efeitos podem ser ainda mais graves.

Visando conter a tendência de baixa dos preços, a proposta de recomendação de alargar os cortes de produção do Comitê Técnico da Opep, que se reuniu no início de fevereiro (2020) em Viena, pressionou por um corte drástico de produção durante o surto. Entretanto a proposta não obteve o efeito desejável. O ministro de Petróleo russo, Alexander Novak, que lidera os 10 produtores não Opep preferiu esperar até a próxima reunião no início de março. A aliança entre os dois grupos possui entendimentos para limitar a produção visando estabilizar os preços do petróleo e restaurar o equilíbrio face ao excesso de oferta ou de redução da demanda.

> O Brasil pode sair ganhando ao diversificar sua carteira de importadores e não colocando todos os seus ovos em uma cesta apenas

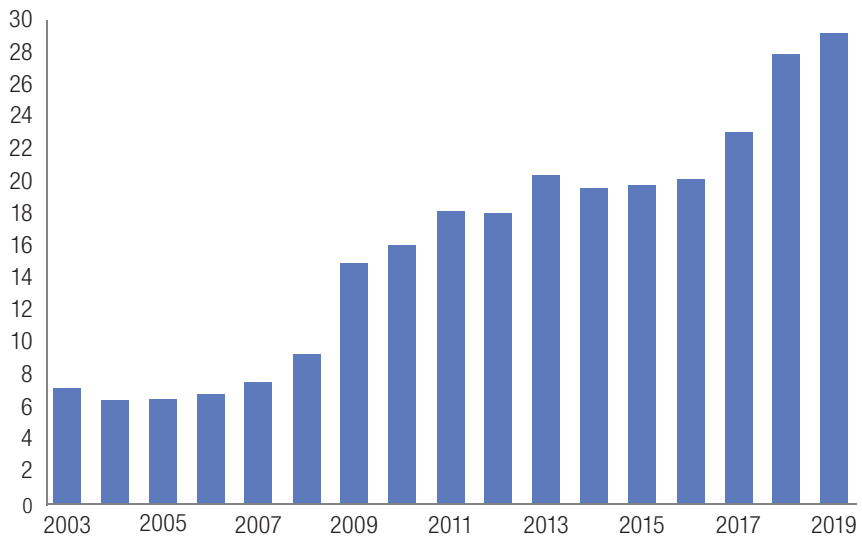
A política de gerenciar o mercado por meio de corte voluntário de produção se iniciou em setembro de 2016 quando os países membros da Opep concluíram um acordo abrangente na Argélia para reduzir a produção da organização em 700 mil barris por dia. O acordo foi para fazer frente à queda dos preços que tinham chegado a USD 30 por barril e que se iniciou em 2014. A Arábia Saudita havia praticado uma agressiva política de captação de *market share* e abolido as cotas de produção da organização que giravam em torno de 33 milhões de barris por dia. O acordo ganhou força com a adesão da Rússia e dos outros produtores não Opep em novembro do mesmo ano. Desde então o acordo tem sido renovado semestralmente, atualmente o corte de produção equivale a 1,7 milhão de barris por dia.

Especula-se que ambas as hipóteses de solucionar o impasse e impulsionar as cotações do petróleo seriam conduzir a Arábia Saudita a uma redução individual entre 0,5 a um milhão de barris por dia na sua oferta, que ficaria em vigor até a crise ser superada. Entretanto, sempre foi uma prerrogativa do reino não tomar nenhuma atitude individual de corte de produção.

O Brasil atualmente exporta em torno de um milhão de barris por dia de petróleo. Portanto o efeito recai diretamente no caixa dos exportadores e na conta-corrente nacional. A diminuição da entrada de divisas no país representa algo em torno de USD 100 milhões por dia, e pode afetar o câmbio também. Novamente, ainda é cedo para conclusões mais contundentes sobre os efeitos econômicos futuros.

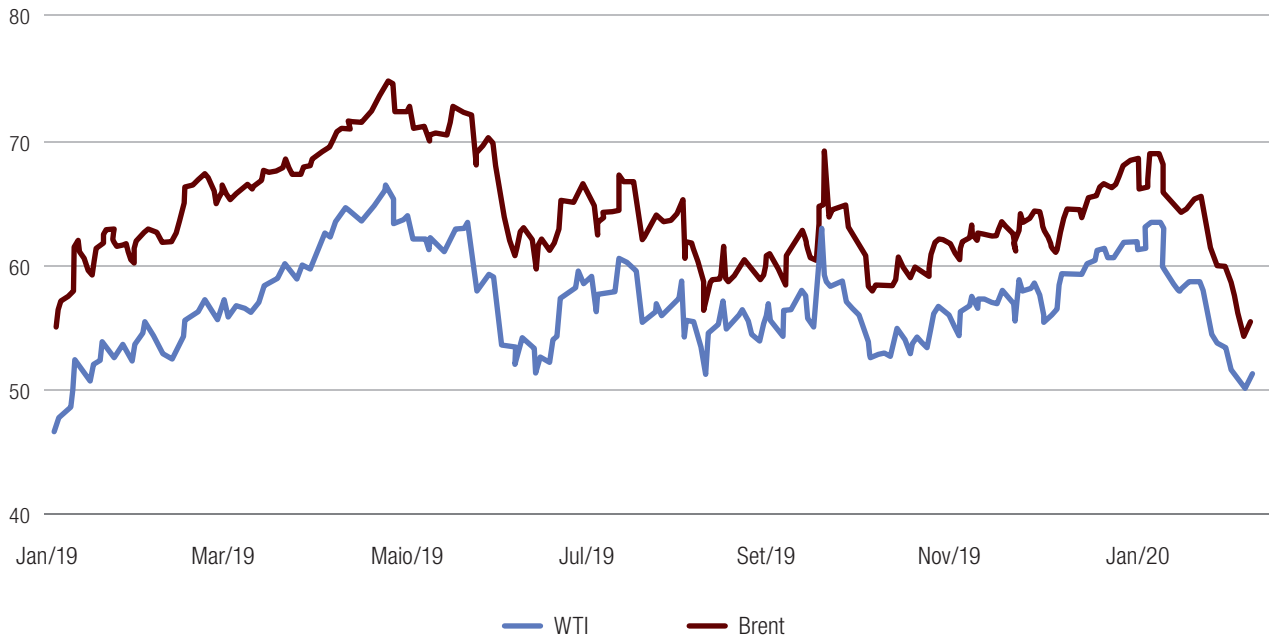
Dessa exportação brasileira de petróleo, quase 50% se destina à China e a percepção de redução de compra por parte do país asiático deve levar a Petrobras a buscar outros mercados alternativos para o petróleo brasileiro. A Índia possui um parque sofisticado de refino e

Figura 1 **Participação da China nas exportações brasileiras**



Fonte: Ministério da Economia.

Figura 2 **Preços futuros do petróleo – dólares por barril**



Fonte: EIA, 2020.

está na mira de aproximação política e econômica com o Brasil, especialmente depois da recém-visita do presidente Bolsonaro e assinatura de vários acordos bilaterais. Portanto, o Brasil pode sair ganhando ao diversificar sua carteira de importadores e não colocando todos os seus ovos em uma cesta apenas. Outros mercados-alvo podem ser Coreia do Sul e Japão.

Adicionalmente, o efeito também é negativo para os estados e municípios que recebem *royalties* e participações especiais, além de recolherem ICMS, cujos efeitos sentirão o impacto correspondente de aproximadamente USD 10 por barril por dia.[3]

Segundo algumas estimativas, o impacto do coronavírus persistirá ao longo de fevereiro e março de 2020, e diminuirá gradualmente em junho de 2020. Por isso ainda é cedo para avaliar o quão prejudicial é a epidemia para a economia global e, portanto, para a demanda de petróleo e quanto tempo realmente durará.

É fato que os contratos futuros do petróleo recuaram devido à fraca demanda chinesa após a eclosão do surto, enquanto os operadores esperavam para ver se a Rússia se juntará a outros produtores na busca por cortes adicionais na produção. A próxima reunião da Opep deve definir os níveis dos cortes para gerenciar o mercado de petróleo, e a pauta deve ganhar um fator imprevisível. As negociações entre Rússia e Arábia Saudita devem incluir um novo fator. Além de assuntos normalmente elaborados, como é no caso de níveis de produção, consumo, estoques, e assuntos geoestratégicos, guerras e sanções, a reunião deve abordar o fator coronavírus, tornando um novo acordo ainda mais complexo de ser negociado. Certamente é um novo desafio para Opep+.

Diante desse cenário inusitado e desafiador para o mercado de petróleo mundial, qualquer previsão do que acontecerá com os preços das principais *commodities* internacionais, destacadamente o petróleo, é puro exercício de futurologia. O que se pode dizer, com certeza, é que haverá uma tentativa por parte da Opep+ para que os preços se mantenham em níveis balanceados, de forma a não desequilibrar as balanças comerciais dos principais países produtores. Além disso, nesse momento, lidar com uma crise de saúde pública, onde a imprevisibilidade é o fator preponderante, qualquer espirro pode, literalmente, derrubar a economia mundial.

[1]Gás Natural Liquefeito.

[2]BP Statistical Review, 2018.

[3]Para além do desconto referente às características físico-químicas em relação ao óleo marcador.

Crise na Cedae: como chegou até aqui?

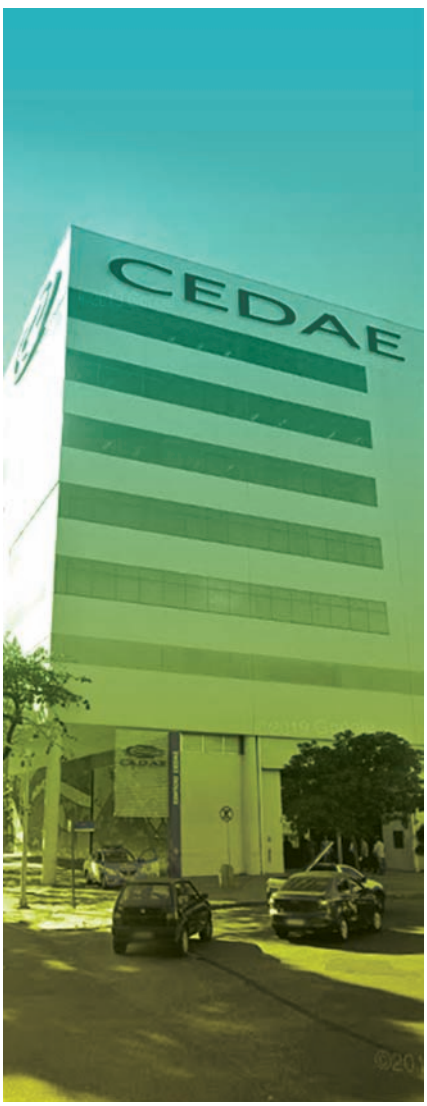
Juliana Smiderle
Pesquisadora do FGV CERI

Morganna Capodeferro
Pesquisadora do FGV CERI

Isadora Tardin
Pesquisadora do FGV CERI

Logo nos primeiros dias de janeiro de 2020, a população da Região Metropolitana do Rio de Janeiro (RMRJ) foi surpreendida por uma crise no abastecimento de água. Os usuários alegaram alteração na coloração, no sabor e um forte odor na água distribuída pela Companhia Estadual de Águas e Esgotos (Cedae). Segundo a empresa, essas alterações se deram pela presença de uma substância orgânica na água, a geosmina. A Cedae e os especialistas do setor afirmam que essa substância não confere toxicidade à água, não apresentando riscos à saúde.[1] Apesar disso, a água distribuída pela empresa não se classifica como potável por desrespeitar o padrão organoléptico[2] de gosto e odor exigido pela Portaria de Consolidação nº 5 de 28/9/2017 do Ministério da Saúde.

Nesse contexto, a Agência Reguladora de Energia e Saneamento Básico do Estado do Rio (Agenersa) abriu processo regulatório para acompanhar os procedimentos adotados pela empresa no que tange ao restabelecimento do abastecimento de água em condições adequadas na RMRJ. Ainda, a companhia está sujeita à cobrança de multa por parte da Agenersa caso fique comprovada a ocorrência de falha nos procedimentos da empresa que tenham comprometido a qualidade da água fornecida e colocado em risco a saúde dos usuários.



Embora a crise no abastecimento de água da RMRJ tenha atingido a população repentinamente, não se pode dizer que essa foi uma "tragédia" totalmente desavisada; há décadas se reconhece que o sistema de abastecimento de água da região é frágil e que em grande medida isso se deve à poluição dos rios afluentes ao Guandu, principal manancial da região. Essa poluição é reflexo dos baixíssimos índices de coleta e tratamento de esgotos verificados nos municípios que circundam os afluentes ao Guandu, conforme a figura 1 apresenta.

Na prática, a ETA Guandu vem tratando esgoto e não água. A fim de entender o que pode explicar essa situação, foi realizada uma análise de *benchmarking* com três das companhias estaduais de saneamento tidas como referência – companhia de São Paulo (Sabesp), de Minas Gerais (Copasa) e do Paraná (Sanepar) – em termos de acesso a esses serviços. Essas companhias foram selecionadas como *benchmark* pois, por serem listadas na bolsa, atendem às exigências mínimas de governança corporativa, o que se retrata em maior eficiência na prestação dos serviços.

Confrontando os investimentos realizados pelas três companhias de *benchmarking* e o montante investido pela Cedae, é possível notar uma discrepância (figura 2). À exceção de quatro anos (2001, 2003, 2014 e 2016), a Cedae apresentou o menor investimento *per capita*, isto é, por usuário com acesso ao serviço de abastecimento de água.

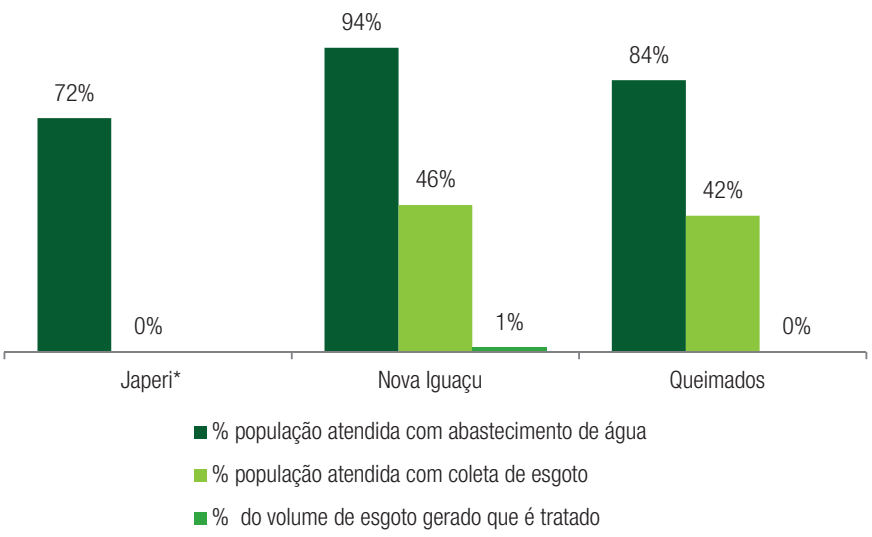
> É possível notar que, a partir de 2012, a expansão da coleta dos esgotos estabilizou, experimentando queda nos três últimos anos

O baixo investimento *per capita* se reflete na evolução dos índices de coleta e tratamento de esgotos (figura 3 e figura 4, respectivamente), que se mostrou menos célere comparativamente às demais companhias avaliadas. No caso da Cedae, esses índices em muitos anos sequer evoluíram. É possível notar que, a partir de 2012, a expansão da coleta dos esgotos estabilizou, experimentando queda nos três últimos anos. Algo similar ocorreu com o índice de tratamento de esgotos, que se manteve estável a partir de 2010, apresentando leve queda no último ano. Com base nesses dados, os investimentos aparentemente não foram suficientes para fazer frente à necessidade de expansão.

Ademais, é curioso perceber que, apesar dos baixos índices de investimentos mantidos pela Cedae, a tarifa média praticada pela companhia tem sido historicamente mais alta do que a cobrada pelas demais empresas analisadas, conforme informações do SNIS. Ainda que se entenda que a arrecadação via tarifa não se destine apenas à realização de investimentos, sendo também necessária à recuperação de custos e à remuneração do capital, e que hajam diferenças na estrutura de custos das companhias, tarifas elevadas não acompanhadas pela entrega do serviço de qualidade são um forte indicativo de ineficiência tanto da prestação dos serviços quanto da atuação do ente regulador.

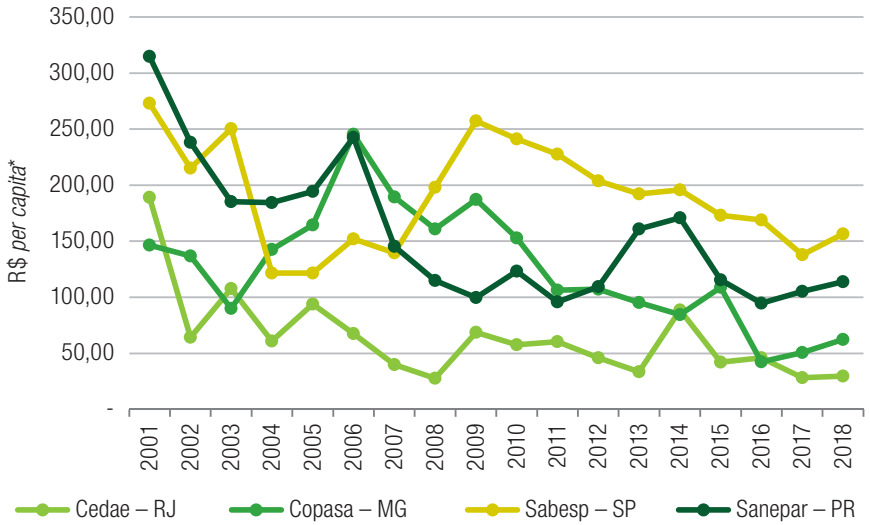
Nesse contexto, vale ressaltar que a Cedae é a única das empresas analisadas que ainda não passou pelo processo de revisão tarifária,[3] o que possivelmente explica a existência de tarifas elevadas sem a respectiva

Figura 1 **Panorama dos serviços de saneamento nos municípios que circundam os afluentes do rio Guandu**



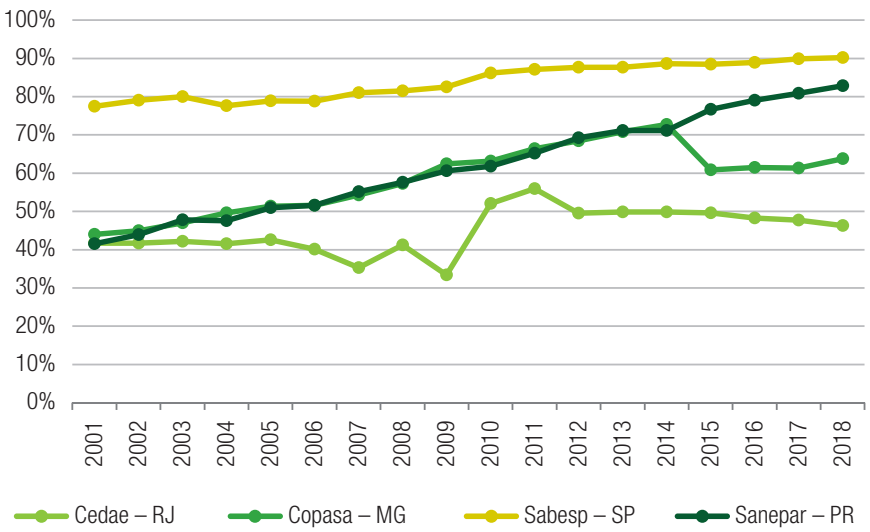
Fonte: SNIS (2018). *Não há informação sobre o tratamento de esgotos em Japeri.

Figura 2 **Total de investimentos realizados por pessoa com acesso ao serviço de abastecimento de água (R$/hab)**



Fonte: SNIS. *Valores em R$ de dezembro/2018, ajustados pelo IPCA.

Figura 3 **Evolução do índice de atendimento urbano do serviço de coleta de esgoto (% da população urbana)**



Fonte: SNIS.

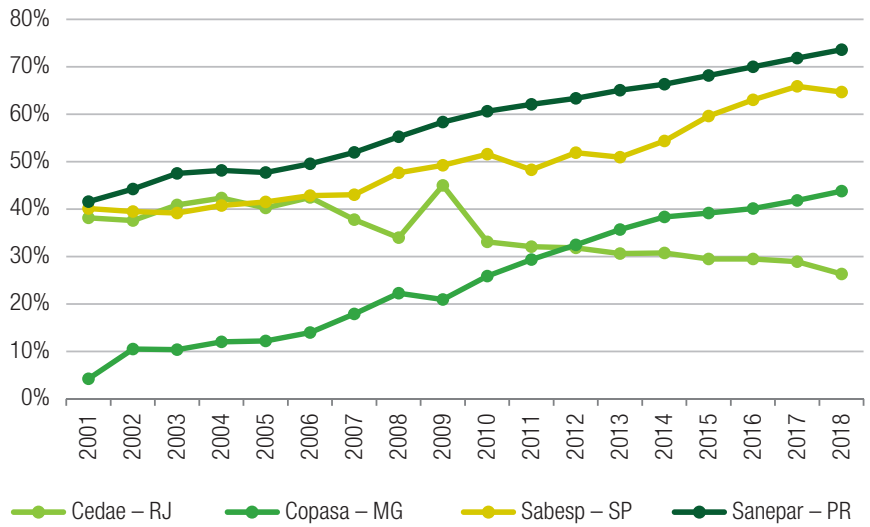
qualidade da prestação dos serviços. A tímida atuação da regulação é evidenciada também em estudo elaborado pelo FGV CERI, que mostra que apenas 2% dos contratos de prestação de serviços firmados entre Cedae e municípios possuem metas bem definidas. Sabesp e Copasa apresentam valores maiores: 83% e 22%, respectivamente.[4]

O *benckmarking* revela também que a Cedae teve um Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)[5] muito aquém das outras três companhias (figura 5). Este indicador é calculado dividindo-se o lucro líquido da empresa pelo seu patrimônio líquido, revelando, então, o quanto de lucro líquido foi gerado pela companhia com o dinheiro investido pelos acionistas. Ou seja, analisa a capacidade que uma empresa tem para gerar valor para o negócio e para os investidores, a partir dos recursos que a própria empresa possui. Como o estado do Rio de Janeiro é o acionista majoritário da Cedae, a utilização do ROE é um bom indicativo de como o dinheiro investido pelo estado está rendendo.[6]

Assim, além de aparentemente a Cedae não estar investindo o suficiente (figura 2), seja pelo motivo que for, o que está sendo investido também não está sendo realizado de forma eficiente, pois: (i) sob a ótica do usuário (população), não está sendo acompanhado por melhoras nos índices de coleta e tratamento de esgoto (figura 3 e figura 4); e (ii) sob a ótica da empresa/acionista, os investimentos não estão dando um retorno satisfatório (figura 5).

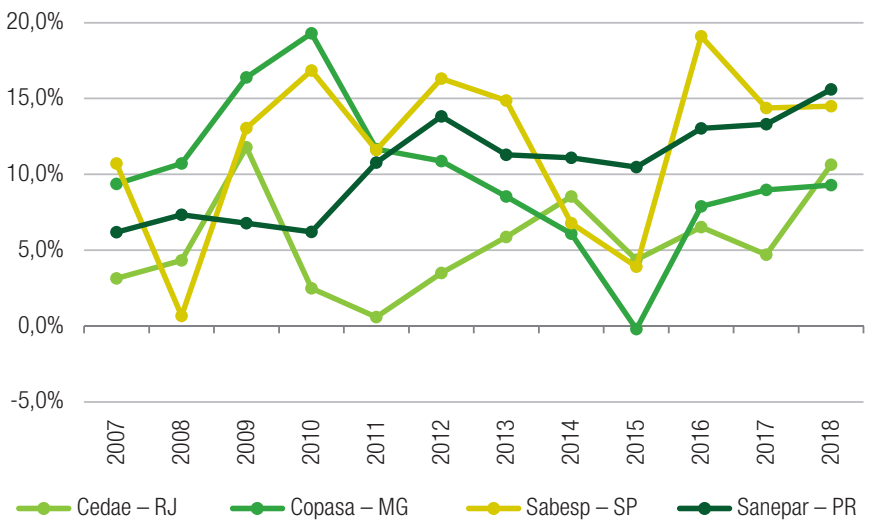
A crise vivida pela RMRJ evidencia a complementariedade existente entre os serviços de água e esgoto. De nada adianta expandir o abastecimento de água em total detrimento da coleta e tratamento de esgotos, já que existe uma circularidade no processo na medida em que o corpo receptor, que recebe os esgotos *in natura*, serve

Figura 4 **Evolução do tratamento de esgotos (% de esgoto gerado)**



Fonte: SNIS.

Figura 5 **Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)***



Fonte: SNIS. *A figura expõe o ROE a partir de 2007pois entre 2001 e 2006 esse resultado foi negativo.

de manancial para abastecimento de água. Isso demonstra como o benefício coletivo que emerge da prestação adequada dos serviços de esgotamento sanitário impacta o benefício individual do acesso à água potável.

Dado o exposto, é possível afirmar, novamente, que a crise hídrica da RMRJ não foi exatamente surpreendente. A população hoje se encontra desabastecida e com uma conta alta a ser paga para que o problema se resolva no longo prazo. A razão de ter chegado a esse ponto permeia a falta de incentivos dados à Cedae para realização de investimentos necessários/estratégicos. A companhia historicamente investiu menos por usuário conectado à rede do que as companhias de *benchmark*, tendo o montante investido se mostrado pouco efetivo em termos de expansão dos serviços de coleta e tratamento de esgotos. Fica clara a necessidade de fortalecimento da regulação dos serviços de saneamento prestados pela Cedae, bem como a urgente "injeção" de eficiência na própria companhia.

[1]Para mais detalhes ver https://ufrj.br/sites/default/files/img-noticia/2020/01/nota_tecnica_-_caso_cedae.pdf

[2]Entende-se por padrão organoléptico o conjunto de parâmetros caracterizados por provocar estímulos sensoriais que afetam a aceitação para consumo humano, mas que não necessariamente implicam risco à saúde.

[3]De acordo com o Decreto nº 43.928/2012, o início da atuação da Agenersa como reguladora da Cedae seria em 2015. Nesse ano, o Decreto nº 45.344/2015 determinou que a primeira revisão tarifária da companhia deveria ocorrer em 2020.

[4]Veja o estudo "Análise dos contratos de programa" desenvolvido pelo FGV CERI, https://ceri.fgv.br/publicacoes/research-teaser-55-dos-contratos-firmados-entre-companhias-estaduais-de-saneamento

[5]O ROE é calculado dividindo-se o lucro líquido da empresa pelo seu patrimônio líquido, revelando, então, o quanto de lucro líquido foi gerado pela companhia com o dinheiro investido pelos acionistas.

[6]O ideal seria calcular o rendimento de acordo com a base de remuneração regulatória, mas, na ausência dessa informação, utilizou-se o ROE. O uso do ROE como indicador de rentabilidade também se justifica pelo fato de que como no caso da Cedae o índice de dívida líquida por patrimônio líquido é baixo (SNIS, 2018) – o menor se comparado as outras três empresas – o capital investido pelos acionistas (próprio) é similar ao capital total investido (próprio, mais o de terceiros).

Sair do papel

Taxas de juros baixas e avanços regulatórios no mercado de crédito abriram um novo horizonte para o setor imobiliário. Concretizá-lo, entretanto, dependerá de uma recuperação mais robusta e disseminada da economia, do emprego e da renda

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

Da sensação atravessada com mais um ano de atividade econômica morna, confirmada pelo IBGE no início de março ao oficializar o PIB brasileiro de 2019 em 1,1%, o setor da construção emergiu com alívio. Retardatário na saída da recessão, conseguiu cravar seu primeiro resultado azul depois de cinco anos de retração. O setor cresceu 1,6%, mesmo após ter registrado uma queda livre de 2,5% no último trimestre do ano em relação ao trimestre anterior.

O destaque na construção foi o segmento imobiliário, que conseguiu aumentar as vendas e lançamentos mesmo com diversos reveses sofridos pelo programa Minha Casa Minha Vida (MCMV). Além de interrupções nas contratações causadas pelo represamento de recursos do orçamento da União para as faixas 1,5 e 2 do programa, uma combi-

nação entre mudanças na legislação do FGTS e indefinições sobre a nova versão do MCMV que o governo pretende lançar alimentou especulações sobre o futuro do programa e impasse nas incorporadoras quanto ao ritmo de lançamento de novos projetos. "Nossa previsão era de que a construção civil alcançasse um crescimento de 2%, mas foi frustrada pela habitação de interesse social, onde reside 90% do déficit habitacional do país", reiterou José Carlos Martins, presidente da Câmara Brasileira da Indústria da Construção (Cbic), ao comentar o PIB de 2019.

Mesmo com essas dificuldades, o segmento residencial fechou o ano com alta de 15,45% em lançamentos e de 9,7% nas vendas de imóveis novos, de acordo aos Indicadores Imobiliários Nacionais da Cbic/Senai, que analisam dados de 90 municípios brasileiros entre capitais e regiões metropolitanas. Tal reação foi fruto da combinação de taxas de juros baixíssimas para o histórico brasileiro e avanços regulatórios (ver box pág. 46), que juntos abriram caminho a uma oferta de crédito maior e mais barata. "Em 2019 a redução da Selic finalmente chegou mais forte no crédito imobiliário e o mercado mudou significativamente. Ainda não alcançamos o pico de R$ 155 bilhões verificado em 2014, mas o crescimento de 37% considerando apenas o financiamento com recursos da poupança aponta a uma expansão expressiva", diz Ana Maria Castelo, coordenadora de Projetos da Construção do FGV IBRE.

Isso tem levado empresários e analistas a considerar cenários em que, com a economia sinalizando estabilidade no longo prazo, se impulsione uma transformação desse mercado, com diversificação de fontes de recurso – hoje concentradas no FGTS e na poupança –, de indexadores – que vaiam além da TR, permitindo a securitização de carteiras e mais crédito –, e modalidades de crédito, possibilitando um crescimento vigoroso. Hoje, a participação desse crédito no PIB brasileiro é de 9,3%. Em países com taxas de juros baixas há mais tempo, esse percentual é bem maior: 25% no Chile, 46% em Portugal, e 53% nos Estados Unidos, para citar alguns exemplos. No Chile e Estados Unidos, a maior parte do crédito é concedida a taxas fixas, ressaltam os pesquisadores Claudia Magalhães Eloy e Henrique Bottura Paiva, no blog do Projeto do Observatório Brasileiro do Crédito Habitacional (Poch). No Brasil, operações a taxas fixas existem desde 2006, mas hoje ainda representam menos de 1% do total. "Diversificação é fundamental, com

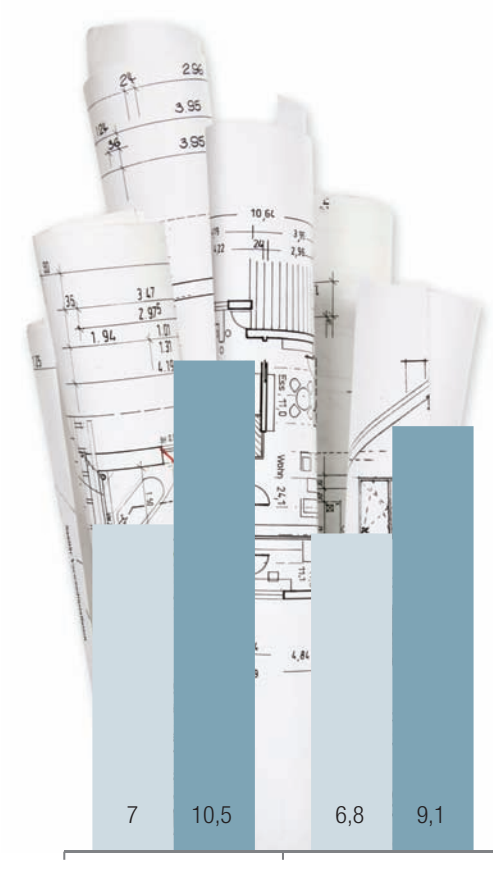


mais concorrência entre os bancos. Para que isso aconteça precisamos garantir o equilíbrio macroeconômico com reformas, segurança jurídica das garantias imobiliárias, para a qual já temos um arcabouço forte", afirmou Cristiane Magalhães Teixeira Portela, presidente da Associação de Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (Abecip), em evento sobre crédito imobiliário promovido pela Cbic em fevereiro.

E não é só. Ana, do IBRE, lembra que o salto de demanda registrado em 2019 ainda é muito concentrado em São Paulo – onde o aumento de lançamentos foi de 49,6% –, e nas classes média e alta. "A atual conjuntura tem gerado uma ansiedade grande nesse grupo, acostumado a aplicar em renda fixa e que agora precisa arriscar outras alternativas em busca de rentabilidade. Nesse sentido, o imóvel é identificado como um ativo interessante, ainda mais em condições melhores de financiamento", afirma, estimando que esse comportamento ainda poderá dar fôlego ao mercado por mais dois anos. Paiva corrobora o diagnóstico da pesquisadora, ressaltando que sem a retomada do crescimento, do emprego e da renda, "pode-se suspeitar que o incremento de vendas, restrito a certas regiões, seja motivado mais pela realocação de ativos do que um sinal de retomada de fato".

Ana lembra que a Sondagem da Construção de fevereiro já apontou uma calibragem no ânimo do mercado. "Na parte das expectativas, a Sondagem aponta uma recuada depois de duas altas em dezembro e janeiro", conta. "Além disso, no segmento de edificações, o índice de situação atual começou a reagir, mas ainda está aquém da neutralidade, por falta de espraiamento dessa expansão. Caso contrário, teria subido mais fortemente", diz. Ana afirma que as empresas mantêm uma percepção positiva, mas que foi decantada com a avaliação, entre outros fatores, das perspectivas de crescimento da economia para este ano, que passam a ser revisadas para baixo. "Há um ciclo contratado, mas as condições ainda não estão dadas para a continuidade desse movimento", avalia.

Nesse diagnóstico, a economista soma o peso da expectativa sobre a definição da política habitacional que dará conta do déficit entre a camada de mais baixa renda, bem como a sustentabilidade do FGTS, cujo



Redução do custo do dinheiro

Juros futuros (%)

Fonte: Abecip.

orçamento para este ano se manteve igual ao de 2019, da ordem de R$ 57 bilhões, depois das reformas promovidas no ano passado aumentando a disponibilidade para saque. E cujo equilíbrio pode mudar ainda mais, caso vingue a intenção do governo, sinalizada no início de março, de permitir a antecipação de resgates em até três anos para operações de crédito. "Temos uma parcela grande da população que precisa de financiamento em condições especiais. Mesmo que o setor bancário fora do MCMV esteja com taxas similares, eles vão financiar a baixa renda?", questiona. "Dentro da equipe econômica do governo hoje há quem defenda tornar o FGTS um fundo financeiro, de capitalização. Mas não podemos prescindir dele", reforça. A pesquisadora do IBRE lembra que o nível de crédito como proporção do PIB que o Brasil tem hoje é resultado de um salto dado a partir de meados dos anos 2000, quando este representava pouco menos de 2%, e que seguir com esse avanço requer mais do que novos desenhos para o sistema. "Para dar um novo salto, precisaremos sair da armadilha do baixo crescimento em que estamos presos hoje", defende.

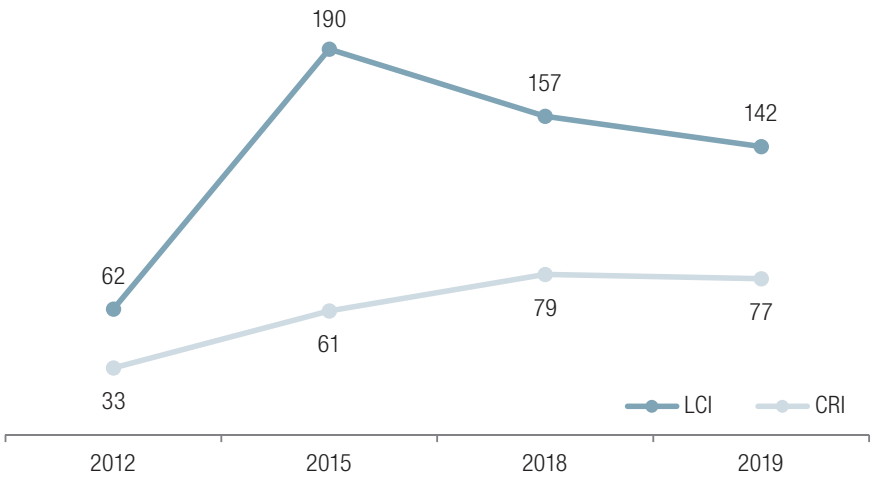
Tubo de ensaio

Enquanto sinais mais consistentes de retomada não se consolidam, os atores do mercado testam o potencial e os limites desse novo cenário. Entre as construtoras habitacionais, a tendência é direcionar o foco a produtos financiados via poupança. Na Direcional, que em 2019 somou R$ 1,5 bilhão em lançamentos dentro do MCMV, de um total de R$ 1,95 bilhão registrado pela construtora, a estratégia é explorar a camada de renda entre R$ 5 mil e R$ 10 mil. "É uma classe que foi bastante afetada durante o período de retração econômica, mas a redução da taxa de juros já foi suficiente para melhorar a capacidade de compra desse cliente", diz Paulo Assis, diretor comercial e de incorporação da construtora. Em 2019, a Direcional reduziu os lançamentos na faixa 1,5 do MCMV para menos da metade, somando R$ 168 milhões, e ampliou o investimento nas faixas 2 e 3.

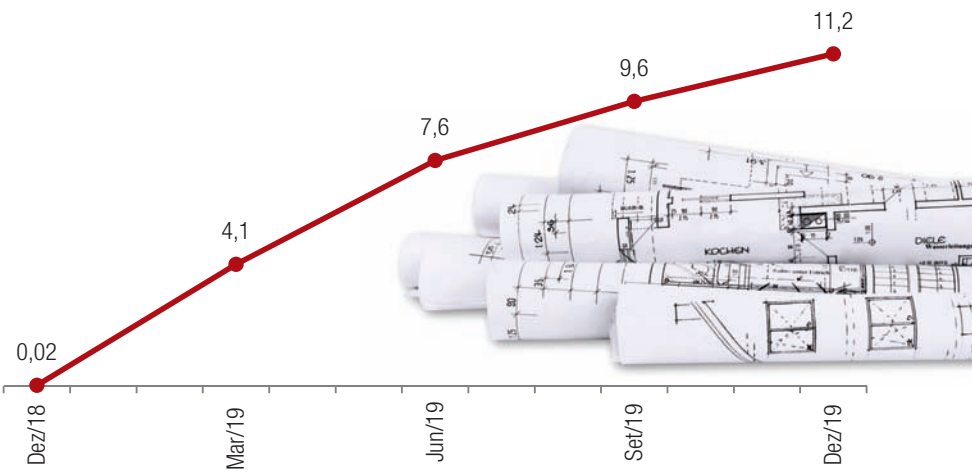
A MRV, por sua vez, buscou abrir várias frentes novas, especialmente após aumento de restrição à concessão de crédito do FGTS e com as mudanças de regra do Fator Social determinadas no início do ano passado, que reduziram esse subsídio

Financiamento de mercado – buscando musculatura

Evolução do saldo, em R$ bi



LIG tem crescimento médio de 15% ao mês no período

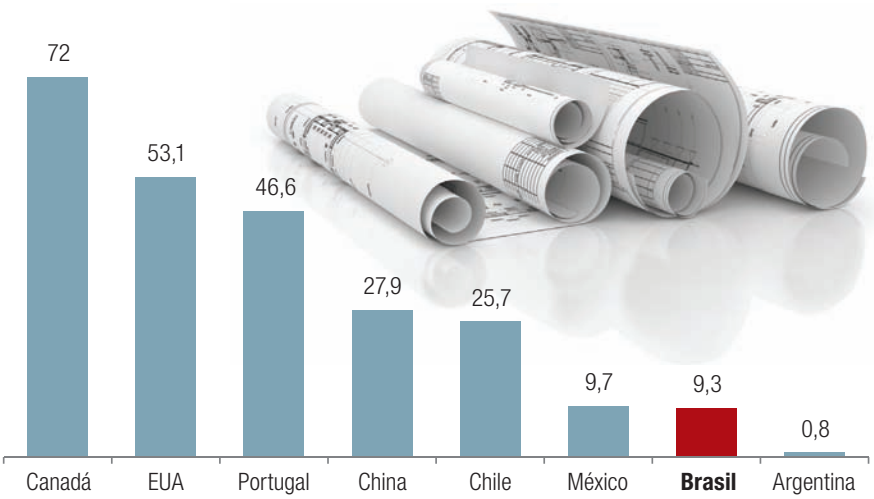


Fontes: CAIXA; B3.

e impactaram a incorporadora tanto na velocidade de vendas quanto na margem bruta, que fechou 2019 quatro pontos percentuais inferior à de 2018. "Para esse público que perdeu capacidade de compra (com renda de 2 a 2,8 salários mínimos, enquadrado no topo da faixa 1,5 e o começo da faixa 2 do MCMV), lançamos neste trimestre uma linha de produto financiado com poupança (Essencial), e estimamos que já neste ano ele represente 10% das vendas da MRV – com cerca de 5 mil unidades – potencial de chegar a 20%", diz Ricardo Paixão, diretor executivo de Finanças e Relações com os Investidores da MRV.

Com queda nas taxas de juros, há potencial para crescer

Crédito imobiliário como % do PIB, países selecionados



Fonte: Cbic.

Falta a recuperação do emprego

Participação percentual da renda do trabalho na composição do rendimento médio mensal real domiciliar *per capita*



Fonte: Pnad Contínua, elaboração Henrique Bottura.

A empresa voltou a operar dentro do SBPE no ano passado, depois de uma pausa iniciada em 2014. "Vivemos quatro anos com o FGTS como fonte de financiamento forte e a poupança sofrendo saques. Hoje o movimento é contrário, e decidimos voltar", diz. No ano passado, a empresa também explorou esse *funding* nos primeiros empreendimentos voltados para locação residencial e posterior venda a fundos de investimento imobiliário, da linha Luggo. E marcou seu processo de internacionalização, com a compra da americana AHS, que poderá resultar no lançamento de 3,5 mil unidades.

Já no sistema bancário, a Caixa apresenta a plataforma de testes mais variada. No ano passado, lançou a linha IPCA mais juros, para as apostas por uma inflação mais comportada; e, em fevereiro, um produto de taxa fixa sem correção e juros entre 8% e 9,75% ao ano, para o público que acredita na propensão de flutuações mais fortes no futuro. "O ano passado demonstrou que o setor consegue rapidamente responder aos estímulos de financiamento. Só a redução da taxa de juros trouxe mais de 4 milhões de clientes para dentro do sistema. Precisamos estar preparados para dar mergulhos um pouco menos rasos em 2020", afirmou Jair Luis Mahl, vice-presidente da Habitação da Caixa, em evento da Cbic. Para pessoa jurídica, o *pool* do banco tampouco é pequeno: combina TJ com TR, IPCA e CDI. "O único alerta que damos é para o incorporador captar recursos à luz do seu ciclo financeiro operacional. Temos insistido nisso:

em que não se aventurem em crédito de curto prazo. Tampouco busquem solução aumentando preço. É importante primar pela adequação do setor", alertou.

O crescimento dessas linhas deverá ser positivo, pois ao permitir a securitização alimenta um círculo virtuoso para o financiamento do mercado. Mas Ana lembra que o setor começa a ingressar numa sofisticação financeira que ainda é para um público limitado, enquanto a grande maioria da demanda potencial são famílias de até seis salários mínimos e sem capacidade para assumir risco. "Para eles, FGTS e poupança ainda são os principais *fundings*. Considero que ainda o será por um longo tempo – e é preciso ter isso claro", diz.

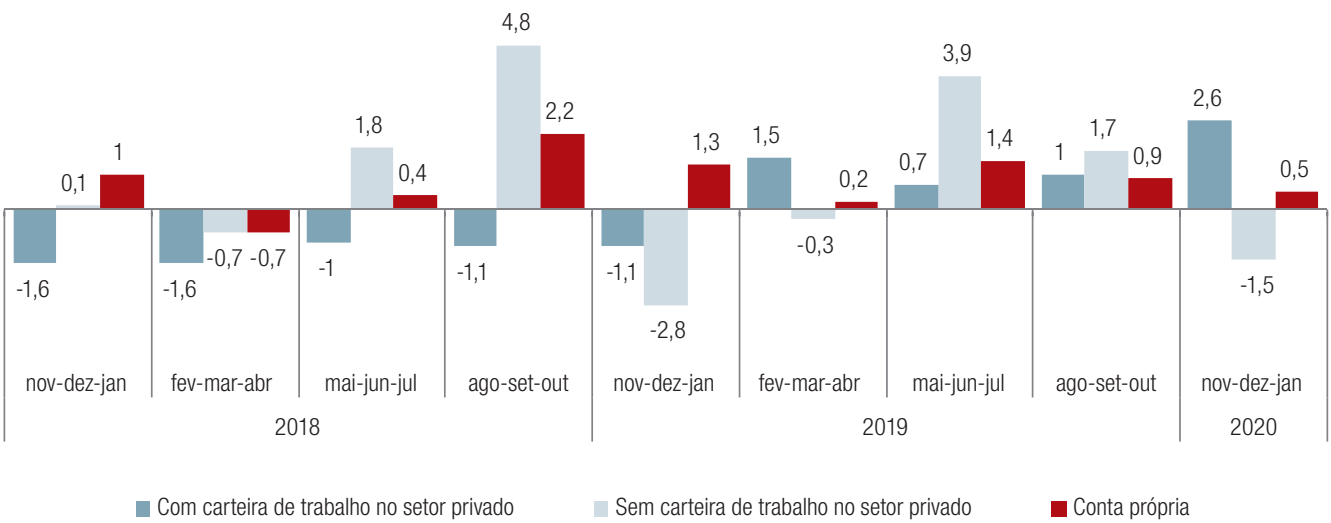
O ponto de interrogação, nesse caso, é se a poupança – que nos últimos 50 anos já sobreviveu a testes como o *overnight* e confisco, sobreviverá a um cenário de baixa taxa de juros. "Não será a primeira perda de rentabilidade que ela enfrentará. O que torna este momento diferente dos demais é a perspectiva de que essa perda seja persistente", diz Claudia, do Poch. Ela lembra que a Abecip projeta R$ 103 bilhões em novos créditos ao longo de 2020, mas condicionado à projeção de crescimento do estoque de poupança para R$ 714 bilhões no final deste ano. Isso implicaria uma capitação líquida de R$ 28 bilhões, similar à de 2018 e 125% superior à de 2019. A premissa para esse cálculo foi de uma expansão de PIB de 2,2%, com manutenção da Selic no nível de janeiro. "No curto prazo, o cenário internacional adverso pode atrair investidores de volta para a renda fixa, por aversão ao risco. Mas se a tendência é de uma curva de juros baixa, é preciso levar em consideração a baixa atratividade desse instrumento", afirma.

> No Brasil, poupança é altamente concentrada: segundo o Banco Central, cerca de 57,9% do saldo das contas são detidos por apenas 5,21% dos depositantes

Claudia lembra que o *funding* alternativo hoje disponível no mercado ainda está em desenvolvimento, ganhando musculatura. "CRI e LIG tinham um estoque combinado de R$ 88,5 bilhões em janeiro. O LCI, que perdeu terreno

Formalização avança lentamente

Variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, em %



Fonte: IBGE - Pnad Contínua.

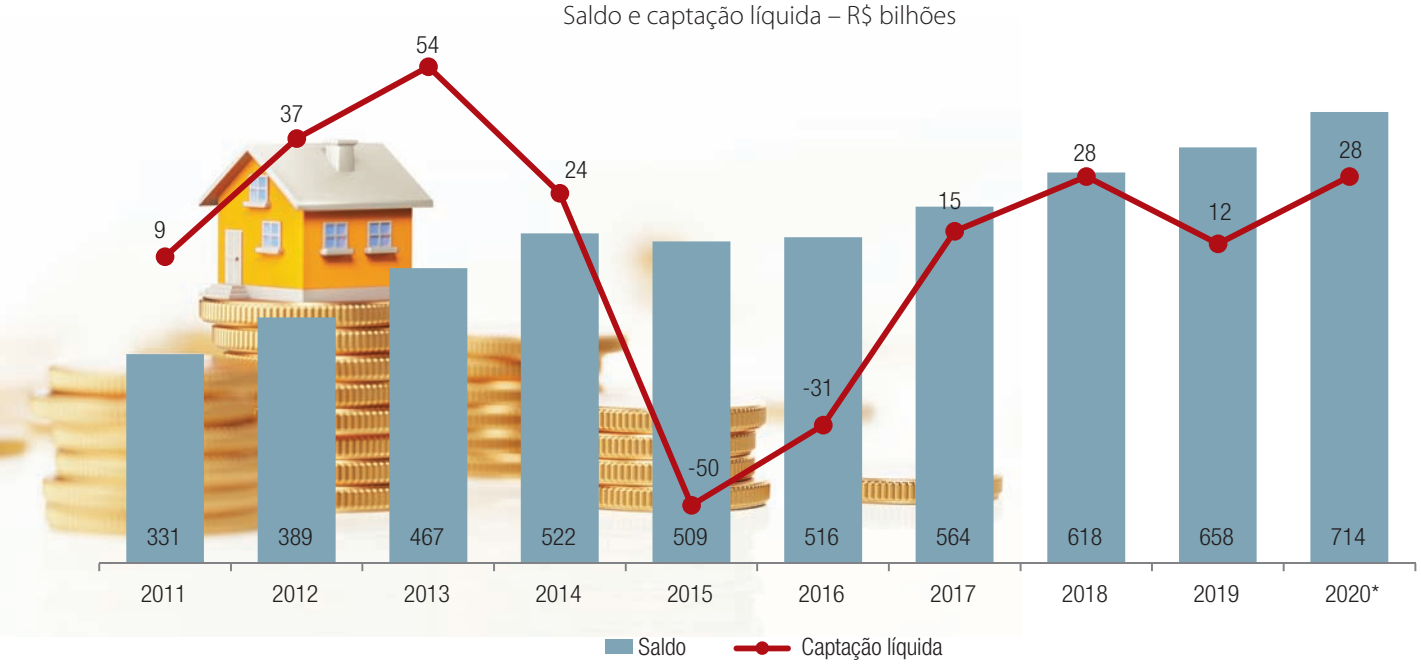
especialmente em 2018, registrou estoque de R$ 139 bilhões no início deste ano, enquanto a poupança somou R$ 647,2 bi", enumera. Cristiane, da Abecip, lembra que, pelas regras vigentes, a poupança teria 55% do total de 65% dos depósitos direcionados já investidos, restando uma margem de 10%. "O apetite continuará para explorá-lo", diz. Claudia, por sua vez, ressalta que outras decisões de cunho discricionário poderiam colaborar para a manutenção da atratividade da poupança, como uma recalibragem da rentabilidade desta em um percentual superior aos atuais 70% da Selic. Em artigo publicado no blog do Poch, Claudia recorda que os recursos de poupança no Brasil são altamente concentrados. "De acordo com o BC, cerca de 57,92% do saldo das contas de poupança são detidos por apenas 5,21% dos depositantes", descreve. Essa não é uma tendência nova, mas a queda nos rendimentos nominais – com o cenário atual apontando para uma rentabilidade interior a 3% em 12%, o que a faria perder até para o FGTS –, pressionaria os depositantes a buscar alternativas de investimento.

> Conjuntura é positiva para se pensar em diversificação do financiamento habitacional no longo prazo. Mas é preciso recuperar a demanda

"Nunca tivemos uma conjuntura tão positiva para pensar uma saída da dependência dos recursos da poupança. E a redução da atratividade desta é uma questão estrutural. Daí a importância de buscar outras fontes de financiamento imobiliário, tanto da aquisição quanto da construção", reforça Paulo Sergio Duailibi, do Santander Brasil. "Falar em financiamento em taxas pré, para incorporação, financiamentos em CDI e alguma coisa a Selic a 4,25% torna cada vez mais viável termos que falar disso cada vez mais fortemente." O executivo reforça a mensagem de Ana, entretanto, de que uma substituição da poupança só deverá ser viável no longo prazo. "Mas temos que

Poupança como *funding* – crescimento limitado?

Saldo e captação líquida – R$ bilhões



Fonte: BCB / *= estimativa Abecip.

aproveitar esse contexto para pensar o longo prazo, não agora pois não se pode esquecer a importância da poupança dentro do nosso contexto como importante fonte de recursos para o mercado imobiliário", afirma.

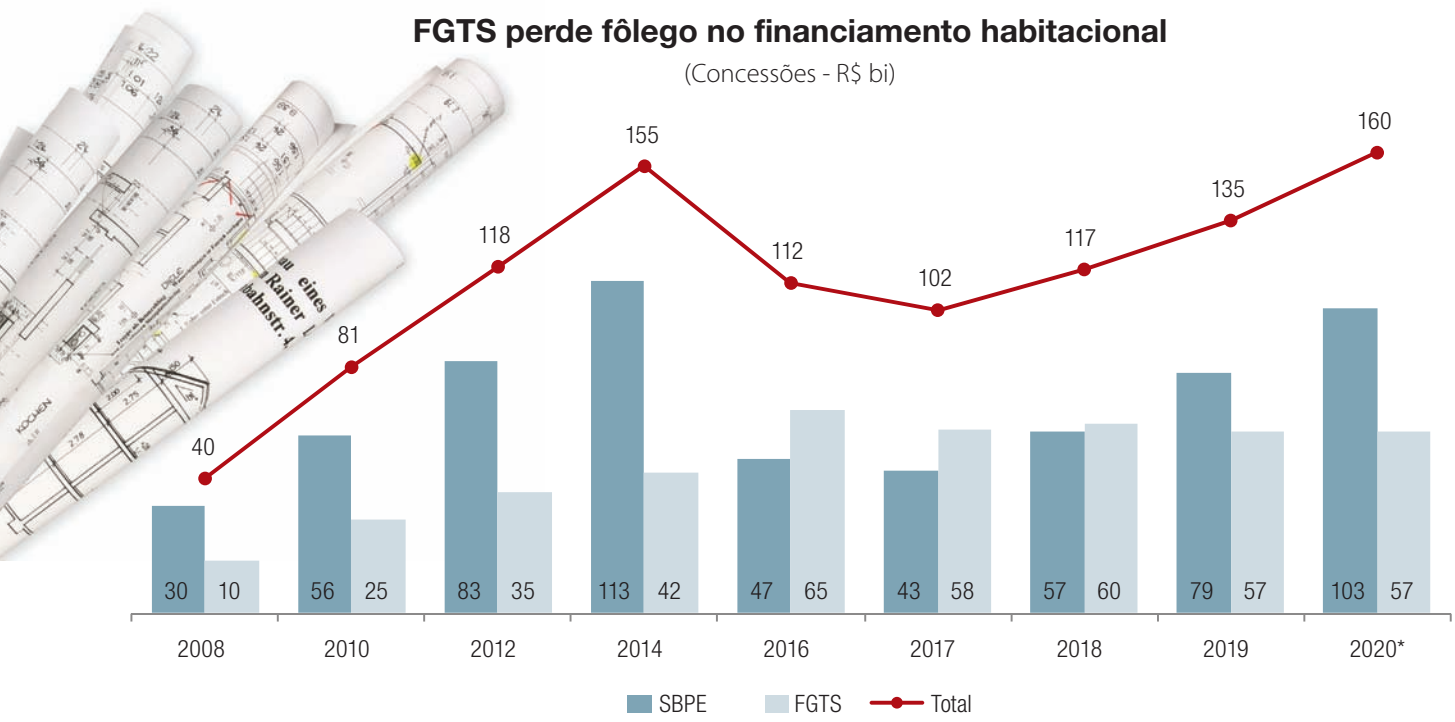
Outra mensagem reiterada por Duailibi no evento da Cbic foi a importância da recuperação do mercado de trabalho. "As condições de política monetária já estão dadas. Mas falta o emprego", disse, lembrando que entre 2015 e 2017 foram fechados 2,9 milhões de empregos formais, e entre 2018 e 2019 recuperamos apenas 1,2 milhão. "Precisamos recuperar o que falta e gerar confiança para que as pessoas tirem do papel o plano de fazer uma das maiores aquisições da vida, que é a casa própria", diz.

Até fevereiro, Daniel Duque, pesquisador da Economia Aplicada do FGV IBRE, estimava a criação de 900 mil empregos com carteira assinada em 2020, levando em conta uma expansão do PIB de 2,2% – que no IBRE foi revisada, em março, para 2%. "O viés para a revisão dessa estimativa também será de baixa, dada a relação do mercado de trabalho formal com a atividade econômica", diz. O mesmo pode acontecer com a massa de rendimentos, cuja estimativa de crescimento era de 2,2% no ano. "Neste caso, porém, é preciso ter cautela, pois a massa salarial tem crescido significativamente acima do PIB, com aumento da oferta de trabalho", pondera. Esse panorama menos otimista também intefere nos arranjos da composição do mercado – em que convivem intermitentes, conta própria e informais –, podendo provocar efeitos negativos para os reajustes salariais no mercado formal. "Se olharmos as duas últimas divulgações da Pnad Contínua, veremos que a informalidade ainda está crescendo na margem, mesmo que em desaceleração", completa Paiva.

> Mesmo com percalços registrados em 2019, o Minha Casa Minha Vida representou 50,6% dos lançamentos e 45,3% das vendas de casas e apartamentos

FGTS perde fôlego no financiamento habitacional

(Concessões - R$ bi)



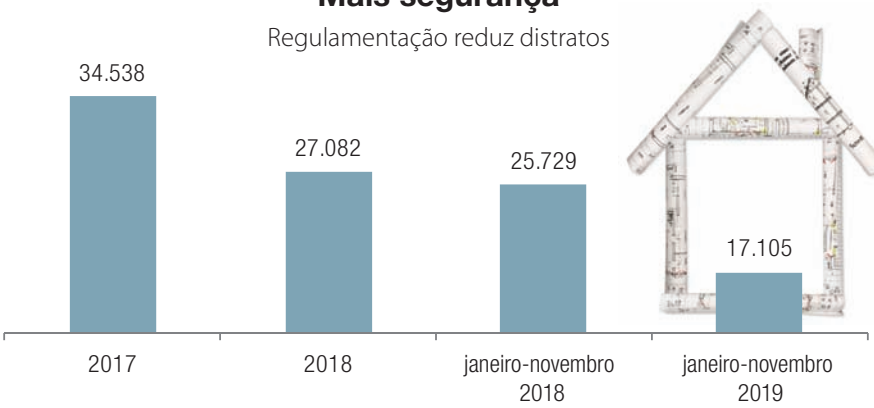
Fonte: BCB / *= estimativa Abecip.

Para Ana, todo esse contexto de persistência na baixa recuperação da economia valorizar a necessidade de não se descuidar de política habitacional. "Não podemos deixar que ela caminhe para o fim", diz, lembrando que mesmo com os percalços de 2019, o MCMV ainda representou 50,6% dos lançamentos, 45,3% das vendas e 41,9% da oferta final total de casas e apartamentos.

Jose Carlos Martins, presidente da Cbic, afirma otimismo quanto ao lançamento da nova versão do MCMV. "Participamos de reuniões após a troca do ministro e nossa expectativa é positiva", afirmou, em evento, sem entretanto especificar nenhuma diretriz. "O Minha Casa Minha Vida é um programa para aquisição de imóvel e moradia não está limitada à aquisição, pode ser via locação, *leasing*, revitalização de centros urbanos e lotes urbanizados, que podem ativar muito o mercado imobiliário e ajudar o Brasil a crescer", diz. Para Paixão, da MRV, o importante é que se reduza a dependência do governo, "retirando a parcela de 10% de subsídio do OGU", que no ano passado foi a responsável pela retenção dos demais 90% dos desembolsos do FGTS. "Uma redução do subsídio poderia ter como contrapartida juros menores, o que faz todo o sentido no Brasil de hoje. Se tivermos juros altos e desemprego alto, não será possível avançar", conclui.

Mais segurança

Regulamentação reduz distratos



Fonte: Abrainc.

Avanço regulatório

A busca pela formação de um arcabouço legal e regulatório que concilie segurança jurídica e flexibilidade é um passo fundamental para a ampliação do mercado de crédito imobiliário. Nesse campo, o Brasil tem contato com bons aportes, do teste de robustez da alienação fiduciária na recessão à nova lei do distrato imobiliário, em 2018, passando por regras como a que reduziu limite de valor de imóvel para fins de direcionamento, conferindo liberdade ampla às instituições financeiras para definir o indexador de operações de crédito. "Isso abre um leque amplo de oportunidades: IPCA, prefixado, percentual do CDI, mas principalmente a possibilidade de se aproveitar o atual momento e eventualmente promover a aproximação com o mercado de capitais via securitização", ressalta Otavio Ribeiro Damasio, diretor de Regulação do Banco Central. "Da estabilidade macro ao fortalecimento do arcabouço legal, passando pela boa perspectiva que agora vemos para o crescimento de investidores institucionais, atendendo a uma mudança no perfil de demanda da sociedade, há um panorama muito positivo para atrair mais recursos para o setor."

Em evento sobre crédito imobiliário promovido pela Cbic em fevereiro, Damasio destacou os principais temas na pauta do Banco Central que envolvem o mercado imobiliário. O primeiro é o registro de recebíveis imobiliários, ideia defendida pelo setor inspirada nos recebíveis de cartão de crédito, visando a atrair mais recursos especialmente para construtoras de menor porte. "Essa iniciativa com certeza terá sucesso e conseguirá alcançar três demandas atuais: dados, visibilidade desses dados e garantias", afirmou.

Outro tema destacado por Damasio é uma reforma do registro de imóveis que garanta mais celeridade, redução de custo e segurança. "Estamos debatendo essa agenda com os cartórios de registro de imóveis, junto à Abecip e à Cbic. É um processo que também envolve um potencial de geração de informação de qualidade para subsidiar todos os negócios da construção civil", explicou. No evento, o executivo também destacou o avanço do *open banking*, que poderá promover um melhor aproveitamento de dados do consumidor de produtos e serviços financeiros no geral, incluindo o crédito residencial. "Cabe desenvolver, fomentar a construção e *fintechs* que olhem para financiamento imobiliário e tragam soluções eficientes", ressaltou.

agência3

www.conjunturaeconomica.com.br



ENTENDA O QUE A ECONOMIA TEM A DIZER.

CONJUNTURA ECONÔMICA

FGV IBRE



Foto: Divulgação

“É difícil prever como evoluirão os conflitos internos do governo argentino”

Guillermo Rozenwurcel

Economista, pesquisador do Conselho Nacional de Pesquisas Científicas e Técnicas (Conicet), professor titular da Universidade de Buenos Aires (UBA) e da Universidade Nacional de San Martín (Unsam)

Solange Monteiro, do Rio de Janeiro

O começo do ano foi marcado por dúvidas quanto à efetiva existência de um plano de ajuste fiscal do governo de Alberto Fernández, dado à falta de informações sobre o mesmo. Como o senhor avalia essa estratégia?

Acho que o fato de o governo não ter divulgado sua política econômica tem várias causas. A primeira é a existência de um conflito interno dentro do governo e da coalizão oficialista, incluindo diferenças notórias entre a vice-presidente, Cristina Kirchner, e o presidente. De fato, uma das principais dúvidas do mercado é se o presidente terá ou não cacife para impor sua visão, mais moderada e realista. A segunda acho que vem de uma prudência do governo, que prefere não explicitar seus planos enquanto a negociação com os credores e o FMI não se encaminha pra valer. Outra questão é que o governo vive um verdadeiro *trade-off*: se não anuncia plano, o setor privado acusa que não há plano; se divulga, coloca-se em dúvida a consonância deste com os compromissos que terão de ser assumidos com o FMI.

Mas acho que essa estratégia já começou a prejudicar o governo. O argumento de que não faz sentido implementar determinadas políticas imediatamente pois é preciso saber como ficará a economia com a renegociação da dívida não pode se sustentar mais. Temas relacionados, por exemplo, à negociação de salários, ou a algum tipo de política de renda, poderiam ser implementados já, sob a promessa de ajustes caso haja uma mudança significativa no cenário.

Como uma piora do cenário internacional, impulsionada pela evolução do coronavírus, poderia afetar a atividade econômica argentina?

Acho que, do ponto de vista da atividade, tudo vai depender do tempo que dure o pânico em torno do coronavírus. Hoje o peso do comércio exterior na economia argentina é baixo, nossas vendas são concentradas em produtos primários, basicamente alimentos, então considero que não haverá um impacto significativo.

Para a Argentina, a principal fonte de um início de recuperação virá do consumo doméstico. E isso dependerá dos efeitos da política econômica sobre o salário real e a renda, como a dos aposentados. Por isso a paralisia da política econômica enquanto se define a questão da dívida tem impacto adverso. Não se pode mais adiar uma ação.

E do ponto de vista da renegociação com o FMI? A atenção às implicações do Covid-19 para a economia mundial poderia ajudar ou atrapalhar o processo argentino?

Acho que não vai atrapalhar. O corte de juros nos EUA, por exemplo, nos favorece. A grande pergunta que fica é se Fernández persistirá na ideia de renegociar de forma amigável ou não. Há sinais confusos da parte do governo. Paralelamente às conversas, há indícios de que o governo poderia endurecer sua posição. Por exemplo, a

insistência em manter o final de março como prazo para a definição de um acordo é estranha, pois me parece difícil se chegar a um acordo em um prazo tão curto. O fato é que hoje é difícil prever como evoluirão os conflitos internos dentro do governo argentino. Como disse, a coalizão oficialista é muito heterogênea, com os setores próximos à Cristina mais dispostos a radicalizar. A evolução desse processo depende de qual posição prevaleça.

Como avalia a reação do FMI depois das primeiras reuniões – com a declaração de que a dívida do país é insustentável, mas ao mesmo tempo indicando preocupação em colaborar para um acordo?

Um colapso das negociações seria um golpe duro para o Fundo, pelo fato de ele ter apoiado o governo de Macri com um empréstimo enorme, que por sua vez permitiu um crescimento explosivo da dívida. É difícil imaginar que eles deixem a Argentina cair em *default*, sem pagar seus compromissos. Olhando para nossa economia, de forma objetiva, é evidente que existe pouca margem de flexibilidade, e o diagnóstico do governo de que não há fórmula para se chegar a um superávit de um dia para o outro, que o déficit argentino poderia ser zerado, de forma gradual, lá em 2023, é correto. Mas o que preocupa os credores é a credibilidade do compromisso do governo no futuro, pois a experiência argentina é de aceitar determinados compromissos e depois, por diferentes razões que geram conflitos distributivos, interrompe-se o ajuste.

Há possibilidade de *default*? Há. Mas se isso acontecer será por erro na estratégia de renegociação, pois colocar o estoque da dívida em um patamar sustentável interessa tanto aos credores privados quanto ao Fundo e o governo.

Como a população está avaliando esse processo?

As pesquisas de opinião revelam um cenário muito parecido ao das eleições. O grande ponto a favor do governo é que a fatia da sociedade que conserva uma expectativa favorável é a que tem maior poder de mobilização. Isso faz com que o clima nas ruas seja de tranquilidade. Como também favorece o fato de que as primeiras medidas tomadas pelo governo, o plano de emergência, tenham sido aprovadas. Com isso, por exemplo, o governo conseguiu uma economia com aposentadorias, sinalizando preocupação com o fiscal. Por outro lado, medidas temporárias para congelar preços administrados e tabelar os de produtos essenciais, focando reduzir a inflação, abre uma perspectiva de negociação de reajuste de salários em níveis menores do que os observados no ano passado.

> O que preocupa os credores é a credibilidade do compromisso do governo ano futuro, pois a experiência argentina é aceitar compromissos e depois interrompê-los

Que pontos considera fundamentais que o governo defenda em seu plano de ajuste fiscal?

Não espero grandes medidas. Posso parecer pouco ambicioso, mas hoje praticamente dois terços do orçamento argentino estão predeterminados, há pouca margem de ação. Temos um problema sério na previdência, mas qualquer reforma só trará alívio no médio/longo prazo. Eu já ficaria feliz se o governo conseguisse colocar as despesas correntes não financeiras evoluindo abaixo do PIB nominal.

Uma dúvida importante é como atingir a melhora gradual do resultado primário reduzindo a carga tributária do setor privado, pois haverá pouco espaço para isso. Seria muito bom se o governo conseguisse aprovar alguma lei modificando a composição da tributação, tornando-a mais eficiente do que o modelo vigente.

Pelo que vimos até agora, parece-me que o foco do presidente é razoável. Uma tentativa de ajuste forte implicaria o fracasso de qualquer plano. E, obviamente, uma política monetária "populista" de estimular a atividade via corte de juros também seria catastrófica. Já tivemos uma sinalização nesse sentido este ano, que avalio inconsistente em relação à política fiscal, mas que de alguma forma é reflexo do conflito interno que já mencionei. Pode-se discutir se os passos do governo estão corretos, e também reconhecer algumas falhas de implementação, fruto da falta de coordenação na transição dos governos. De qualquer forma, torço para que se construa um caminho bem-sucedido.