

## **Revisitando velhas ruínas: o Brasil continua vulnerável economicamente ?**

## **Instituições Financeiras revelam otimismo sobre o SFN**

## **Sobre a autonomia do Banco Central**

## **Impactos político-econômicos da PEC do Orçamento Impositivo**

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO RIO GRANDE DO SUL

Av. Assis Brasil, 8787 Fone: (051) 3347.8731 Fax: (051) 3347.8795

UNIDADE DE ESTUDOS ECONÔMICOS

[www.fiergs.org.br/economia](http://www.fiergs.org.br/economia)

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista desta Federação. É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

## Revisitando velhas ruínas: o Brasil continua vulnerável economicamente ?

Durante boa parte do ano passado, os emergentes (EME's) sofreram intensa desvalorização cambial em decorrência de um aperto de liquidez mais forte do que o esperado, como resposta à desaceleração da economia chinesa, da Guerra Comercial e do aumento de preços das *commodities* energéticas. Quase um ano depois, quão vulneráveis estão os EME's a novos choques?

Para responder esta pergunta, construímos um Índice de Vulnerabilidade Econômica\* baseado em dados atualizados de fundamentos macroeconômicos relevantes. Em seguida, selecionamos a taxa de câmbio das 17 maiores economias emergentes no período de maior estresse financeiro apurado em 2019.

No gráfico, observa-se um bom ajuste entre as variáveis, indicando a existência de uma correlação positiva do Índice (eixo inferior) com as variações cambiais (eixo à esquerda), isto é, quanto mais à direita e acima da reta, maior é a vulnerabilidade dos EME's a choques externos, e maior é a tendência de desvalorização da moeda frente ao dólar.

A Argentina segue como o emergente mais frágil. Medidas de ajuste robustas já foram tomadas para este ano (orçamento equilibrado, crescimento zero da base monetária, aumento da tarifa sobre exportações e redução de subsídios sobre serviços de energia e transporte). No entanto, a forte aversão à flutuações cambiais tem se mostrado um desafio para estabilidade da moeda e, conseqüentemente, do controle da inflação.

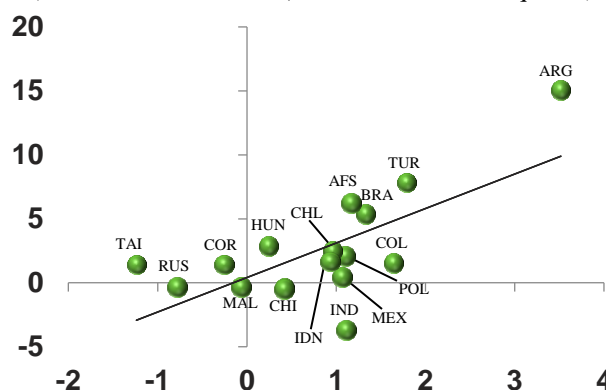
Não obstante, o Brasil é o 4º mais vulnerável sob

esta métrica, sendo o País com a pior proporção da Dívida Bruta do Governo Geral/PIB entre os EME's. Apesar de possuir expectativas inflacionárias ancoradas e desfrutar de uma posição confortável de Reservas Internacionais, diferentemente de Argentina, Turquia, e África do Sul, isso não se refletiu sobre a estabilidade do Real no período, em contraste com a China e Rússia.

Desde as eleições, houve pouco espaço para ajustes significativos na economia real. De lá para cá, a melhora no ambiente econômico foi derivada da confiança dos agentes sobre o novo Governo. Para efetivamente diminuir a exposição da economia brasileira a choques externos, é necessário estabilizar o endividamento público ou, do contrário, o Real continuará sujeito às variações de humor dos mercados.

### Vulnerabilidade Econômica de Países Selecionados

(Índice no eixo inferior | Var. cambial % à esquerda)



Fonte: FMI, BIS e BCB. Elaboração: FIERGS/UEE.

\*Para analisar a composição do índice, recomenda-se a leitura do informe nº 388/2018.

## Instituições Financeiras revelam otimismo sobre o SFN

A Pesquisa de Estabilidade Financeira, elaborada pelo Banco Central, identifica e acompanha os riscos à estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SFN) segundo a percepção das Instituições Financeiras (IF's).

Questionadas sobre os três principais riscos ao sistema para os próximos três anos, considerando a probabilidade de ocorrência e a magnitude dos impactos em termos de perdas relacionados ao volume de ativos, o Cenário Internacional teve a maior média de frequência das respostas por IF's, seguido por riscos Fiscais/Políticos e Inadimplência/atividade.

Ademais, a avaliação dos canais de transmissão de choque sobre o SFN se mostraram estáveis pela terceira vez consecutiva, embora os respondentes considerem que haja uma probabilidade, de média para alta, da queda expressiva do preço de ativos, aumento da aversão ao risco e incerteza, *downgrade* do *rating* de crédito e fuga de capitais e/ou depreciação cambial.

Por outro lado, 91% dos respondentes acreditam que economia brasileira se encontra em fase de recuperação. Para a maioria deles, o hiato do Crédito/PIB, o preço dos ativos em relação aos fundamentos da economia e a disposição das IF's para tomar riscos ainda permanecem em patamares baixos, mas com tendência de alta. Observa-se ainda que os participantes da

sondagem assinalaram que o grau de alavancagem das famílias e empresas continua elevado, mas com tendência de queda, enquanto o acesso a *funding* e meios de liquidez seguem estáveis, em níveis elevados.

Por sua vez, os respondentes consideram satisfatória a capacidade de reação do SFN a eventos de alto impacto, no que tange a adequação e suficiência de instrumentos disponíveis para enfrentar uma aguda crise financeira.

Em relação ao levantamento realizado em agosto de 2018, a sondagem atual sugere que a percepção do panorama Fiscal/Político segue crítico, sendo necessário reformas estruturais para se atingir um equilíbrio fiscal, embora a probabilidade de materialização deste cenário seja menor em razão da credibilidade das propostas apresentadas pela equipe econômica do Governo. Por outro lado, existe uma crescente preocupação com o cenário externo, dado os sinais de desaceleração da economia mundial e às incertezas sobre as tensões comerciais e políticas.

Por último, pode-se dizer que os gestores de risco das IF's avaliam positivamente o atual ciclo econômico e financeiro, favorecido pelo maior otimismo em relação ao futuro da economia e pela resiliência do SFN.

## Sobre a autonomia do Banco Central

Na semana passada, o Governo anunciou projeto que estabelece a autonomia formal do Banco Central do Brasil. Esse é um pleito relativamente antigo, que ganhou notoriedade ao redor do mundo no fim dos anos 1980, e que veio a debate no Brasil após a implantação do regime de metas de inflação. Mas o que a autonomia quer dizer e por que pode ser boa?

Como se sabe, o objetivo de um Banco Central convencional é a manutenção do poder de compra da moeda no tempo (inflação baixa). No curto prazo, a política monetária afeta variáveis reais (produto e emprego), que, por sua vez, afetam a inflação. No médio prazo, contudo, a inflação aumenta a incerteza, reduz investimentos e amplia desigualdades sociais. Sendo assim, a atuação do BC tem impacto direto sobre o bem-estar da população, trazendo o risco de que o BC sirva a outros propósitos no lugar de seu objetivo clássico. Um BC subserviente a interesses políticos pode baixar a taxa de juros para manter a economia aquecida e o desemprego baixo, mesmo que a inflação esteja alta. Isso incentivaria a demanda no curto prazo - gerando ainda mais inflação - e enfraqueceria a credibilidade do BC, desancorando as expectativas.

Durante certo tempo, discutiu-se qual deveria ser o comportamento ótimo dos BC's: regras ou discricionariedade. Resumidamente, o que se debatia era se o BC deveria anunciar claramente seus objetivos e cenários ou se ele deveria ser menos claro, podendo então gerar surpresa na economia. As regras venceram o debate, porque favorecem a coordenação de

expectativas, reduzindo a volatilidade do mercado. Dado que os agentes antecipam a inflação em seus contratos, a inflação esperada tende a exercer grande influência sobre a inflação observada. Quando o BC assume explicitamente seu compromisso com certo nível de inflação, essa antecipação é "coordenada". Além disso, se o BC tiver credibilidade, os agentes acreditarão que os juros vão subir caso os preços acelerem e vice-versa.

Nesse contexto, um BC autônomo diminui o risco de uma política monetária discricionária, dando mais credibilidade a atuação do BC. Fica mais fácil para o banqueiro central ganhar a confiança dos agentes, pois existe uma garantia de que não será destituído se for de encontro aos interesses dos governantes. As críticas de Trump ao presidente do FED (J. Powell) são um bom exemplo de aplicação da teoria. Se não houvesse a independência prevista em lei, possivelmente já teria ocorrido uma mudança de rumos por lá. Índia e África do Sul são outros exemplos recentes.

Na prática, o BC tem autonomia operacional no Brasil, mas isso não está na lei. O projeto define que o mandato do BC diz respeito ao controle da inflação somente e que o presidente e diretores serão indicados para mandatos de quatro anos não coincidentes e escalonados. Isso suaviza a transição e diminui o risco de ingerência política. Obviamente, a proposta não garante uma boa condução da política monetária, mas acreditamos que o Brasil tem a ganhar com ela.

## Impactos político-econômicos da PEC do Orçamento Impositivo

Na semana passada, o Senado aprovou a PEC 34/2019, conhecida como "PEC do Orçamento Impositivo". Em função de mudanças no texto original, a PEC retornará para ser votada na Câmara.

A proposta estabelece o caráter mandatório das emendas de bancada estadual à razão de 1% da Receita Corrente Líquida (RCL) do ano anterior ao início de vigência da PEC. A medida, portanto, aumenta o limite para as bancadas coletivas, que desde 2016 é de 0,6% da RCL e também insere na Constituição a limitação (disposição anterior estava na LDO). Visando compatibilizar a regra ao teto dos gastos, a vinculação do valor impositivo à receita ocorre apenas no primeiro ano, sendo corrigido pelo IPCA nos anos posteriores (o aumento do limite será gradual, com 0,8% da RCL em 2020, 1,0% em 2021 e depois correções pela inflação).

Além disso, a PEC torna impositiva as despesas discricionárias relacionadas a entrega de bens e serviços à sociedade (finalísticas). Dessa forma, apenas as despesas discricionárias relacionadas ao custeio administrativo (não finalístico) poderiam ser limitadas. Segundo nota técnica de consultores da Câmara, o percentual de despesas obrigatórias, isto é, aquelas que não estão sujeitas a limitação de empenho por parte do

executivo, subiria de 91% em 2019 para 97% em 2020.

O impacto fiscal imediato da nova medida é a dificuldade de honrar o teto dos gastos no futuro. Como as despesas obrigatórias crescem em ritmo mais elevado do que a inflação (indexador do teto), o Governo terá que cortar gradativamente as despesas discricionárias a fim de respeitar o congelamento total. Obviamente, em breve não existirão mais gastos a serem cortados e o teto será rompido. Dado que algumas despesas de custeio administrativo não podem ser suprimidas, sob pena de paralisação da máquina pública, estima-se que haveria o risco de descumprimento do teto já em 2020.

A medida também tem consequências no âmbito da aprovação das reformas. De certa forma, é como se o Executivo perdesse uma moeda de troca no Congresso. As emendas orçamentárias são um dos instrumentos clássicos na negociação entre Executivo e Legislativo, e a PEC dá mais "autonomia" ao parlamento. Dado que outras moedas de troca (como ministérios e cargos na burocracia) têm sido pouco utilizadas, o governo pode ter mais dificuldades na negociação de temas impopulares.