

PAINEL DE CONJUNTURA

ECONÔMICA

18

58<sup>a</sup> edição

PAINEL DE CONJUNTURA

# ECONÔMICA

# 18

ABRIL

2ª Quinzena

**04**  
**OPINIÃO**

*O perigo da velha receita  
para uma doença nova.*

**09**  
**INTERNACIONAL**

*Nuvens escuras.*

**06**  
**GOVERNANÇA E SUSTENTABILIDADE**

*Artefatos de proteção aos acionistas  
majoritários e minoritários.*

**10**  
**TECNOLOGIA**

*Da escassez ao excesso em poucos anos.*

**09**  
**PREÇOS E JUROS**

*Mesmo com IPCA abaixo das projeções,  
mercado mantém previsão da SELIC  
para 6,25% em 2018.*



<b>Estimativas para Encerramento do Ano - Brasil</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
PIB (% do crescimento)	2,76	3,00
Produção Industrial (% do crescimento)	3,97	3,50
Inflação - IPCA (%)	3,48	4,07
SELIC	6,25	8,00
Dívida Líquida do Setor Público (% do PIB)	55,00	57,00
Taxa de Câmbio - fim do período (R\$/US\$)	3,30	3,30
Balança Comercial (US\$ Bilhões)	55,80	46,00
Investimento Direto no País (US\$ Bilhões)	80,00	80,00

Fonte: Boletim Focus-Bacen



## AGENDA DA SEMANA

### 16/04

Relatório Focus (Bacen)  
 Balança Comercial (Mdic)  
 IBC(Br) Índice de Atividade Econômica - Fevereiro-2018 - (Bacen)  
 IGP(10) - Abril-2018 - (FGV)  
 IPC(S) - Semanal - Abril-2018 - (FGV)

### 17/04

IPC(Fipe) - 2ª quadrissemana Abril-2018 - (FIPE)

### 18/04

IGP-M - 2ª Prévia Abril-2018 - (FGV)  
 Fluxo Cambial - Semanal (Bacen)

### 20/04

IPCA(15) - Abril-2018 (IBGE)

## O perigo da velha receita para uma doença nova

Christian Frederico da Cunha Bundt\*



**E**m tempos de “eleição à vista”, começam a aparecer medidas econômicas que podem ser chamadas de eleitoreiras. Podem, pois não necessariamente se configuram como tais, apesar da aparência. O presidente da Caixa Econômica Federal, Nelson Antônio de Souza, anunciou a redução de juros para financiamento habitacional na Caixa, que caíram em média 1,25% a.a. Também foi elevado o percentual de financiamento. Com essas medidas, o presidente revelou que espera aumento de 20% nos pedidos de financiamento. Importante lembrar que a Caixa Econômica Federal não era, pelo menos até esta queda, a menor taxa entre os bancos desde 2017. Trabalhadores com FGTS podem obter taxas mais baixas ainda. Veja a tabela:

Linha de crédito	ANTES			AGORA		
	Taxa	% de financiamento do valor do imóvel	Valor (R\$) máximo financiado*	Taxa	% de financiamento do valor do imóvel	Valor (R\$) máximo financiado*
Sistema Financeiro de Habitação (SFH)	a partir de 10,25% a.a. + TR	50% para usados 80% para novos	Até 800 mil	a partir de 9,00% a.a. + TR	70% para usados 80% para novos	Até 800 mil
Sistema Financeiro Imobiliário (SFI)	a partir de 11,25% a.a. + TR	50% para usados 80% para novos	Acima de 800 mil	a partir de 10,00% a.a. + TR	70% para usados 80% para novos	Acima de 800 mil

\* em algumas capitais pode variar o valor máximo para SFH

Fonte: IBRE/FGV, CNI e CNC – ilustração ISAE.

Foi ressuscitado (mais uma vez) o projeto do Cadastro Positivo, que tem potencial de injetar cerca de R\$ 1,1 trilhão na economia em três anos, conforme estudo elaborado pela Serasa Experian, que afirma que

a medida alavancaria a economia com expansão do crédito para 22,1 milhões de pessoas. O alto valor indicado pelo estudo da Serasa naturalmente conduz à análise do impacto da sua efetivação no PIB: R\$ 1,1 trilhão em três anos, o que representa quase R\$ 366 bilhões por ano. Isso representa aproximadamente 5,5% do PIB em 2017.

Supondo que algo em torno de 50% disso efetivamente se transforme em consumo, o PIB de 2017 seria impactado com crescimento de 2,7% só com a implementação do Cadastro Positivo. Será que em vésperas de eleição o governo brasileiro hesitaria em colocar esse projeto em prática, considerando-se que mantém o DNA de governos anteriores? Lembre-se que mutações genéticas levam milhares de anos para ocorrerem...

Importante, também, ressaltar o trade off dos bancos entre emprestar melhor a juros menores e emprestar em piores condições de crédito a juros mais altos. E o quanto, de fato, informações cadastrais vão melhorar o escore de crédito do consumidor, se hoje a maioria dos bancos tem permissão (forçada) de acesso ao cadastro do consumidor.

Como já comentado no Painel de Conjuntura Econômica ISAE, 1ª quinzena de abril, o BCB diminuirá as alíquotas de recolhimento compulsório dos depósitos à vista e da poupança para os bancos a partir de abril/18. Também nesta segunda quinzena de abril/18, foram anunciadas as medidas para reduzir o custo do cheque especial. O pedido do Banco Central do Brasil aos bancos foi feito em janeiro/18, para que reduzissem taxas do cheque especial, como foi feito no cartão de crédito em 2017. A partir de julho/18, estarão em vigor novas regras, semelhantes às do cartão de crédito, com linhas de financiamento menos flexíveis e com taxas mais baixas. A diferença do cartão de crédito, é que não é obrigatória a adesão do devedor.

Quando se fala em taxa de juros, num país com as condições econômicas como as do Brasil, a situação beira à obscenidade. A taxa Selic está em 6,5% a.a. e existem financiamentos com taxa em torno de 300% a.a. Mesmo que a Selic estivesse em 15% a.a., não existe justificativa plausível para tal. É bastante difícil fazer juízo sobre esse assunto numa economia capitalista, mas não parece ponderada nem saudável essa grande diferença.

De qualquer forma, o conjunto da obra não é ruim para o momento econômico: compulsório caindo, juros (Selic) com tendência de queda, inflação controlada, PIB estável e confiança em crescimento, entre outros indicadores. Mas os números impõem prudência, há um fator que "balança" a credibilidade das ações e dos indicadores: eleições! E justamente nessa hora aparecem essas várias medidas que afrouxam o crédito. Como noutrora, esse foi um dos grandes mecanismos internos para alavancagem da economia, usado por outros governos.

Talvez esses sinais estejam motivando as reduções nas previsões dos especialistas para o crescimento do PIB em 2018. No primeiro Relatório Focus de 2018, a previsão do comportamento do PIB era de crescer 2,69% em 2018. Em fevereiro e março a estimativa chegou a crescer para perto de 3% e, nesta segunda quinzena de abril, a previsão do Focus para o PIB é de crescimento em 2,76% em 2018. Os bancos Itaú-Unibanco, Santander e Bradesco estão diminuindo suas expectativas para o PIB do 1T2018 e dando viés de baixa para o indicador em 2018, fugindo da casa dos 3% (para baixo).

O Banco Central revisou o seu Índice de Atividade Econômica (IBC-Br), que é conhecido como prévia do PIB, de janeiro/18 comparado com dezembro/17 (com ajustes), de -0,56% para -0,65%. E divulgou o IBC-Br de fevereiro/18 comparado com janeiro/18 (com ajustes) com crescimento de apenas 0,09%. Apesar



de pequeno, é positivo. Nesta perspectiva mensal, em fevereiro os setores com participação positiva foram o industrial e o de serviços. O IBC-Br vem positivo em fevereiro/18, ante queda em janeiro/18, depois de quatro altas mensais seguidas (setembro a dezembro/17). Na comparação com o mesmo mês de 2017, este fevereiro/18 mostrou alta de 0,66% (sem ajuste).

Nesse cenário de perspectivas a curto prazo decrescentes e de longo prazo mantidas, vale olhar o cenário externo. A China divulgou o comportamento de seu PIB neste 1T2018: crescimento de 6,8%. Sendo a China uma das maiores economias do mundo e um dos grandes parceiros comerciais do Brasil, pode fazer a diferença na economia brasileira no longo prazo.

Apesar do evidenciado movimento de descolamento entre a política e a economia, nesta época eleitoral o movimento tende a ser invertido, pelo menos na perspectiva histórica do Brasil. A partir de agora todas as ações dos governos estaduais e federal estão "sub judice", e todos nós seremos os juízes (na eleição). A eleição de 2018 promete ser diferente e as velhas receitas provavelmente não funcionarão como esperado pelos governantes.

*\*Christian Frederico da Cunha Bundt é Administrador, professor pesquisador II da Universidade Estadual de Ponta Grossa e membro do Conselho Deliberativo da Associação Empresarial e do Observatório Social de São José dos Pinhais.*

# Governança e sustentabilidade

## Artefatos de proteção aos acionistas majoritários e minoritários

Rodrigo Casagrande\*



Conforme o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, a governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de



fiscalização e controle e demais partes interessadas. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização. Porém, há de se ressaltar que, na sua gênese, existem diferenças entre o modelo de governança anglo-saxão, o modelo nipo-germânico e o que se verifica no Brasil.

O sistema de governança anglo-saxão, apresenta dispersão do capital, com acionistas tipicamente fora do comando diário das operações e papel importante do mercado de ações no crescimento e financiamento das empresas. Isso enseja forte preocupação com a maximização do retorno aos acionistas.

O sistema de governança nipo-germânico apresenta estruturas societárias com grandes acionistas no comando, motivando estruturas de propriedade mais concentradas e frequente controle familiar nas grandes companhias, bem como a presença do Estado como acionista relevante. Há nesse sistema um reconhecimento mais explícito e sistemático de stakeholders não-financeiros, com orientação para geração de valor para as várias partes interessadas.

No Brasil, verifica-se a predominância da propriedade concentrada, com forte presença de empresas familiares e controladas pelo Estado. A grande parte de litígios envolvendo governança se dá no campo das batalhas de interesses dos acionistas majoritários e minoritários. Como forma de mitigar esses conflitos de interesse existem alguns artefatos de governança corporativa, como o *tag along* e as *poison pills*.

**Tag along** - mecanismo de proteção a acionistas minoritários, garantindo-lhes o direito de vender a sua participação, caso o controle da companhia seja adquirido por um investidor que até então não fazia parte da mesma. Se a empresa garantir um *tag along* de 100%, significa que o acionista minoritário receberá 100% por ação do valor recebido pelo controlador. Se o *tag along* for de 80% (mínimo admitido na Lei das S.A.), o minoritário receberá essa proporção do valor pago por ação do majoritário. Pela lei, o *tag along* só é garantido aos acionistas que possuem ações ordinárias (com direito a voto), a não ser em casos em que a empresa decide estender o direito aos acionistas preferenciais, o que deve constar no estatuto da empresa.

**Poison Pills** - A utilização de *poison pills* (ou pílulas de veneno) é uma forma de dificultar a aquisição hostil de uma companhia. As pílulas de veneno são inseridas no estatuto da organização com o objetivo de dificultar a tomada de controle. Caso um acionista (ou grupo de acionistas vinculados com acordo de voto) atinja um determinado percentual do capital a necessidade de uma OPA - oferta pública para a aquisição das ações dos demais acionistas é necessária. Na Embraer, o preço por ação numa OPA deve ser de, no mínimo, 50% acima do pico de cotação da ação da companhia nos 12 meses anteriores à oferta.

*\*Rodrigo Casagrande é professor do Programa de Mestrado em Governança e Sustentabilidade do ISAE e também do MBA da Fundação Getúlio Vargas.*



# Preços e Juros

## Mesmo com IPCA abaixo das projeções, mercado mantém previsão da Selic para 6,25% em 2018

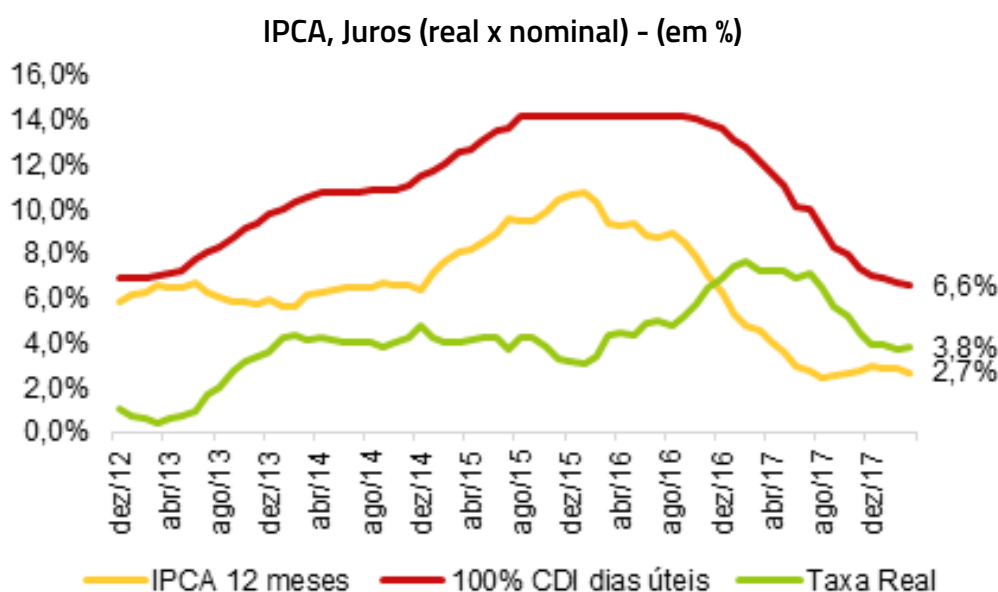
Fábio Alves da Silva\*

O IPCA (Índice de Preços ao Consumidor Amplo) divulgado pelo IBGE no dia 10 de março apresentou variação de 0,09%, um pouco abaixo da expectativa do mercado, que era de 0,12%. Segundo o IBGE, o destaque está no preço das passagens aéreas, que contribuiu para redução de 0,07 pontos do IPCA. Já o índice acumulado em 12 meses, conforme apresentado no gráfico a seguir, fechou em alta de 2,68% ante 2,84% em fevereiro. No trimestre, o índice tem o menor resultado da série histórica, sendo 0,70% de aumento contra 0,96% no primeiro trimestre de 2017.

Na projeção do Boletim Focus divulgada em 16 de abril, o IPCA fim de 2018 está em 3,48% e para 2019 em 4,07%, ante 3,53% e 4,09% da projeção da semana anterior. Os principais riscos de alteração dessa visibilidade estão associados às questões do campo político e da economia internacional.

Mesmo com IPCA abaixo das expectativas, o mercado manteve a projeção da Selic em 6,25% para fim de 2018 e 8,00% para 2019. E a mudança desta semana é que para as TOP 5, grupo de instituições que mais acertam as projeções, a Selic de 2019 deverá ser de 7,75%.

Se por um lado a baixa inflação sinaliza que há espaço para baixar mais os juros na busca de impulsionar a atividade econômica, por outro a desvalorização do real nos últimos meses indica pressão inflacionária ainda para o curto prazo. Aliado a isto, há a disputa eleitoral e as incertezas do cenário externo que pesam em relação à cautela da autoridade monetária.



(\*) CDI Efetivo 100% - dias úteis + Juros Nominal  
(\*\*) Taxa Real =  $(1 + \text{Juros Nominal}) / (1 + \text{IPCA 12 meses}) - 1$

Fonte: IBGE, CETIP – Ilustração ISAE.





No gráfico acima é possível notar que nos últimos 12 meses os juros nominais do país caíram praticamente pela metade. E isso, sem dúvida, foi uma importante conquista, sobretudo porque minimiza os efeitos terríveis dos juros altos sobre a dívida pública. Mas o fato concreto de reação consistente da economia em função da baixa de juros ainda não ocorreu, e não ocorreu, entre outras variantes, porque, no final do dia, o que interessa para quem toma a decisão investir na economia real (e assim gerar efeitos sobre o emprego e a renda) é a redução da taxa de juros real. A taxa real em março de 2018 foi de 3,8% ante 4,3% em março de 2017, o que significa que não tivemos redução significativa dos juros reais nesse período de um ano (vide gráfico acima). E como a expectativa do mercado é que o fim desse ciclo de redução da Selic seja encerrado no mês de maio com corte de apenas 0,25%, atingindo 6,25%, seguimos com pouca expectativa de mudanças no campo da política monetária para o ano.

\* **Fabio Alves da Silva** é economista, Mestre em Desenvolvimento Econômico pela UFPR e atua como profissional de finanças há 16 anos em diferentes setores. Atualmente, trabalha no Grupo Renault.

## Internacional

### Nuvens escuras

René Berardi\*

Segundo o FMI-Fundo Monetário Internacional, a economia mundial apresenta uma previsão de crescimento global de 3,9% para 2018 e 2019, provocado pelo crescimento sólido do investimento, aumento do comércio e condições financeiras favoráveis, que têm gerado um aumento de consumo. Segundo a OMC, para 2018 a previsão é de crescimento de 4,4% do comércio mundial.

Apesar dessas condições positivas vislumbradas nas projeções do FMI, surgem nuvem obscuras no horizonte por causa da guerra não declarada, mas potencial, entre os EUA e a China.

Como acontece essa guerra comercial entre as maiores economias? Nas últimas semanas os EUA anunciaram várias medidas protecionistas, incluindo a aplicação de tarifas sobre as importações de aço (25%) e de alumínio (10%) e propôs tarifas especiais para vários produtos da China visando reduzir o déficit comercial com aquele país.

A China respondeu acusando os Estados Unidos perante a Organização Mundial do Comércio (OMC), sob a alegação de que as medidas tarifárias poderiam chegar a 25% atingindo diversos setores, como os eletrônicos, peças de aeronaves, satélites, medicamentos e máquinas, representando quase US\$ 50 bilhões e atingindo até 1.300 produtos.

A retaliação da China, além da denúncia na OMC, já demonstra reflexos por meio de uma desvalorização da moeda junto à Rússia e o aumento das taxas sobre algumas importações dos Estados Unidos.



Todos estes sintomas mostram uma guerra comercial em que, possivelmente, não haverá ganhadores, pois os efeitos colaterais ferem as economias dos países emergentes em uma perspectiva de cadeia de valor.

Com relação aos países emergentes, recentemente foi realizado a VII Cumbre de las Américas, em Lima, Peru, na qual o tema político foi a redução da corrupção e a crise da Venezuela. No econômico, a possível guerra comercial entre EUA e a China poderia provocar, segundo analistas, efeitos negativos nas exportações latino-americanas devido a uma possível queda do crescimento mundial. O México e Centro América poderiam ter impactos pela dependência econômica dos EUA, já os exportadores de matérias primas seriam afetados pela desaceleração da demanda da China.

Numa guerra comercial não existem ganhadores nem perdedores. Esperemos que o bom senso possa voltar a imperar, para o bem comum global.

*\*René Berardi é economista, com doutorado em sociologia realizado na UFPR, e possui experiências como executivo e consultor na OEA, Petrobras, Hewlett Packard, Sebrae e AGA gases.*

## Tecnologia

### Da escassez ao excesso em poucos anos

*Christian Geronasso\**

**E**m julho de 2016, na China, foram produzidas as últimas unidades de aparelhos de vídeo cassete. A empresa japonesa Funai Eletric, nos tempos de alta demanda, chegou a vender 15 milhões de unidades por ano, em 2015 as vendas não chegavam a nem 5% deste total. Os primeiros aparelhos apareceram na década de 70 e logo tomaram conta do mundo transformando para sempre nossos finais de semana.

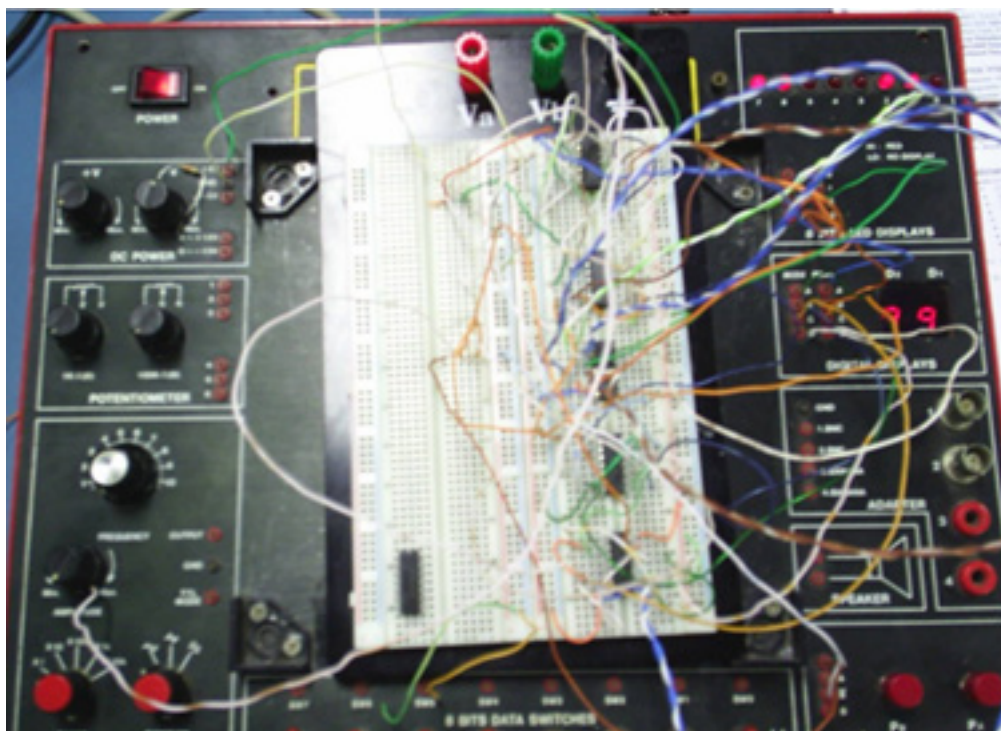
Porém, os consumidores anseavam por criar seus próprios filmes e eternizar momentos em vídeo, então proliferaram as “Câmeras Portáteis” (imagem abaixo), que não eram acessíveis a todos devido ao alto custo, mas ainda assim a produção caseira de vídeos era possível. No começo da década de 80 começaram a aparecer as filmadoras, que incrivelmente realizavam a gravação de vídeos em discos compactos (CD), reduzindo drasticamente o espaço de armazenamento físico e também o custo para gravar mais e mais vídeos. Mas ainda existiam limites a se preocupar, era necessário carregar baterias extras, discos adicionais, carregadores veiculares... e o esforço empenhado nas gravações refletia em eventos familiares reservados para reprodução destes vídeos que, ainda escassos, demonstravam a habilidade dos diretores caseiros em utilizar funções de zoom 17x em atores e coadjuvantes a menos de 5 metros de distância.





JVC Portable Colour Video System ( Fonte: <http://bit.ly/2IWCM8T> )

O começo dos anos 2000 foi revolucionário para a produção de mídia caseira, câmeras digitais que comportavam milhares de fotos em pequenos cartões de memória eram acessíveis já para grande parte da população, como eu. Ainda era estudante quando realizei o sonho de comprar uma câmera razoavelmente decente, que me custou alguns meses de salário e permitia tirar fotos dos projetos da faculdade (figura abaixo), para compartilhá-los quase 20 anos depois com vocês, leitores. E esta foto só está sendo divulgada hoje por ser a imagem digital mais antiga que eu possuo em meus arquivos, representando o fim da escassez da mídia digital.



Protoboard - Laboratório PUC-PR

Ano após ano o volume de mídias digitais cresceu de forma assombrosa e hoje temos nossos celulares e tablets lotados de fotos que nunca mais serão vistas. Em muitos casos, usuários compulsivos realizam a

gravação integral de espetáculos, shows e apresentações infantis que, da mesma forma que foram armazenadas, serão deletadas por engano ou se perderão por problemas no dispositivo móvel. Apenas na rede social Instagram são compartilhados 95 milhões de fotos e vídeos, por dia (Fonte: DigitalTrends.com). O baixo custo de eternizar momentos gera a abundância de mídias digitais que representam perfeitamente o conceito de Big Data, grandes volumes de dados que podem ser utilizados para obter insights. Então, em breve, talvez nossos smartphones sejam inteligentes o suficiente para compreender nossos gostos e fornecer os tão desejados insights sobre vídeos gravados em um show ou na primeira peça da escola de nossos filhos, concluindo se, de acordo com nosso histórico, deveríamos gostar ou não do resultado final.

*\* **Christian Geronasso** é consultor com mais de 10 anos de experiência, especializado na identificação e construção de valor em diversos segmentos empresariais. Atua como consultor especialista em negócios e inovação em uma das maiores empresas de tecnologia do mundo. (<http://bit.ly/LinkedIn-Christian>).*



Atento ao quadro de instabilidade econômica e com o intuito de auxiliar nas tomadas de decisões do mercado, o ISAE reuniu profissionais das áreas financeira e econômica e criou o Comitê Macroeconômico, com o objetivo de agregar valor à sociedade por meio de pesquisas, análises e interpretações de dados macroeconômicos.

O Comitê Macroeconômico é coordenado por Rodrigo Casagrande, professor do Mestrado em Governança e Sustentabilidade do ISAE, e Fabio Alves da Silva, executivo de finanças da Renault. É composto por profissionais que possuem competências complementares, provenientes de diferentes instituições, como ISAE, Banco Central do Brasil, Renault e SEBRAE.

O comitê também conta com a participação de alunos do CFO ISAE, programa desenvolvido com o objetivo de capacitar o profissional de finanças em conceitos e temas técnicos específicos da teoria financeira que ajudam na condução estratégica dos negócios, trazendo a visão de pessoas que impulsionam as ações e potencializam resultados, além de alunos do Programa de Mestrado em Governança e Sustentabilidade do ISAE.

**EQUIPE TÉCNICA**

Carolina Leludak  
Christian Geronasso  
Christian Bundt  
Jefferson Marcondes  
Márcio Santos  
Patrick Silva  
René Berardi

**COORDENAÇÃO TÉCNICA**

Fábio Alves da Silva

**COORDENAÇÃO GERAL**

Rodrigo Casagrande