



Financeirização e Desenvolvimento: Novos Temas e Velhos Problemas



IMAGENS: Gustavo Basso/Getty Images e Reuters (Blank Headline Received)

AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio - Barbara Fritz - Carmem Feijó - Carlos Henrique Horn
Daniela Prates - Eduardo Mantoan - Eliane Araújo - Elisangela Araújo - Fernanda Feil
Fernando Ferrari Filho - Fernando Teixeira - Julia Bustamante - Julia Leal - Linnit Pessoa
Luciano D'Agostini - Luiz Fernando de Paula - Marco Aurélio Crocco - Mariana Finello Correa
Paulo Gonzaga Carvalho - Thiago Antoniolli - Vinícius Centeno

www.finde.uff.br - facebook.com/findeuff



ÍNDICE

Apresentação	1
Carmem Feijo, Adriano Vilela Sampaio e Fernanda Feil	
Políticas macroeconômicas nos EUA a partir da crise financeira de 2008 e o aumento da financeirização de famílias e firmas não financeiras: uma reflexão para a saída da crise da pandemia	2
Thiago Antonioli, Adriano Vilela Sampaio e Carmem Feijo	
Financeirização e a crise da democracia: considerações sobre o caso brasileiro	9
Linnit Pessoa e Vinícius Centeno	
O pós-pandemia: uma nota sobre a estagnação da produtividade	17
Mariana Finello Correa e Carmem Feijo	
Sete teses equivocadas sobre o Teto de Gastos	25
Luciano Luiz Manarin D'Agostini	
A atuação contracíclica das autoridades econômicas brasileiras nas crises do subprime (2007/2008) e do Covid-19 (2020): teorias e evidências	30
Eliane Araújo, Elisangela Araujo e Fernando Ferrari Filho	
Funcionalidade e rentabilidade do sistema bancário brasileiro: um potencial agravante de assimetrias e heterogeneidades em momentos de crise?	41
Fernando Teixeira	
Impactos da financeirização subordinada na autonomia de política econômica	49
Júlia Leal	
Covid-19 e o “pecado original redux”	54
Luiz Fernando de Paula, Barbara Fritz e Daniela Prates	
Mudança climática e financiamento público: ponderações sobre o Estado planejador	58
Carmem Feijó, Marco Crocco, Carlos Henrique Horn e Fernanda Feil	
Finanças verdes – do nicho ao mainstream?	62
Paulo Gonzaga M. de Carvalho	
Moedas Digitais de Bancos Centrais: Considerações sobre um futuro não tão distante	70
Adriano Vilela Sampaio e Vinícius Centeno	
Maximização do valor do acionista e investimento produtivo: uma análise sobre empresas brasileiras	79
Eduardo Mantoan	
Chile: breve história e perspectivas diante do plebiscito de 2020	86
Julia Bustamante	



APRESENTAÇÃO

Carmem Feijo

Professora da Faculdade de Economia da UFF e coordenadora do FINDE/UFF

Adriano Vilela Sampaio

Professor da Faculdade de Economia da UFF e vice coordenador do FINDE/UFF

Fernanda Feil

Doutoranda UFF e pesquisadora do FINDE/UFF

ÍNDICE

“Nunca desperdice uma boa crise!”

A evolução das ciências sociais aplicadas à luz de novas evidências é a forma como os fundamentos se adaptam à realidade, como são superadas as crises e ciclos de recessão. Grandes crises mostram a necessidade de adaptação a novas realidades, buscando instrumentos, conceitos e paradigmas que de alguma forma interpretem o novo que se impõe. Assim, as grandes crises financeiras trazem, de forma geral, mudanças nos paradigmas econômicos e políticas vigentes.

E se são em momentos de crise que os paradigmas econômicos são questionados, a atual, que engloba pelo menos quatro crises: sanitária, econômica, ecológica e política – tem potencial para revolucionar a teoria da economia política. Nesse sentido, não é coincidência que muitos dos conceitos consolidados da teoria econômica de cunho neoliberal estão sendo questionados. Dentre eles, destacamos a discussão sobre o papel do Estado enquanto ente planejador. Nesse sentido, a hegemonia da austeridade fiscal bem como a estabilidade de preços enquanto objetivo central da política macroeconômica estão sendo questionados. Isso começou a ser discutido durante a grande crise financeira que se iniciou no biênio 2007/2008, mas está tomando corpo propriamente dito somente agora com a eclosão da Covid-19. A pandemia evidenciou antigos problemas do atual modo de produção – os problemas causados pela profunda desigualdade regional, social e produtiva, a rápida devastação

ambiental, a destruição das redes de seguridade social, a globalização desenfreada, desregulamentação, a desindustrialização precoce dos países subdesenvolvidos, entre tantos outros. Não é à toa que mesmo uma instituição como o Fórum Econômico Mundial, formado por economistas de cunho neoliberal, clama pela necessidade de um “Great Reset” do capitalismo internacional. Ou seja, a imposição da coordenação entre as políticas econômicas internacionais e a adoção de práticas mais sustentáveis é praticamente unanimidade.

Nesse contexto trazemos para discussão o terceiro Boletim Finde 3 – “Financeirização e Desenvolvimento – Novos temas, velhos problemas”. O boletim apresenta artigos que abordam o papel do Estado no enfrentamento das crises, a necessidade de políticas de transição para economia verde, o papel do sistema financeiro, moedas digitais, financeirização subordinada, produtividade, crise democrática, políticas fiscal, monetária e contracíclica, entre outros temas. Como trabalho convidado, temos uma análise sobre o recente plebiscito no Chile, uma sinalização do fracasso do modelo neoliberal na América Latina.

Nossa ideia é, diante de novos fatos que evidenciam tantos velhos problemas, discutir alternativas e novas dinâmicas para o mundo Pós-Covid 19.

Boa leitura!



POLÍTICAS MACROECONÔMICAS NOS EUA A PARTIR DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 E O AUMENTO DA FINANCEIRIZAÇÃO DE FAMÍLIAS E FIRMAS NÃO FINANCEIRAS: UMA REFLEXÃO PARA A SAÍDA DA CRISE DA PANDEMIA

Thiago Antonioli
Doutorando na UFF e pesquisador do FINDE/UFF

Adriano Vilela Sampaio
Professor na UFF

Carmem Feijo
Professora titular na UFF e pesquisadora CNPq

ÍNDICE

A crise financeira de 2008 causou uma crise na macroeconomia convencional, ou seja, na macroeconomia do novo consenso. Isto porque a macroeconomia convencional afastou a possibilidade de cenários recessivos persistentes como o presenciado na década de 1930 ocorrerem. A agenda de pesquisa desenvolvida a partir dos anos 1970 moveu-se de preocupações como a insuficiência de demanda agregada e a estagnação econômica em direção à necessidade de manutenção da estabilidade de preços e de redução da intervenção do Estado na economia. Desta forma, houve abandono de políticas baseadas em princípios keynesianos, aprofundamento da desregulamentação de mercados e a dinâmica econômica passou a ser orientada pela ótica das finanças. Diante disso, cresceu a possibilidade do surgimento de crises financeiras, como no estouro da bolha financeira nos Estados Unidos em 2008.

A crise financeira expôs as limitações do construto teórico do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), que ignorava a crescente fragilidade das instituições financeiras autorreguladas e o potencial de contágio de crises localizadas. A crise financeira americana de 2008 dá fim à ‘grande moderação’, período caracterizado pela diminuição das oscilações nos ciclos de negócios e pela hegemonia incontestada do regime de metas de inflação (RMI) como principal pilar da política macroeconômica.

Em 2020, o mundo se depara com uma nova crise econômica que, diferente do habitual, não tem origem no ambiente econômico. Contudo, ressurgiu o debate sobre os instrumentos de política econômica para lidar com crises, em especial, dada a natureza da atual crise, a política fiscal. O objetivo desta nota é contribuir nesse debate através da análise da experiência norte-americana. Partimos da hipótese de que o governo americano foi impelido a adotar em 2008 medidas de política econômica não convencionais

frente à incapacidade da macroeconomia do NCM lidar com os efeitos da crise financeira. Apesar disso, a macroeconomia convencional não sofreu mudanças significativas, muito menos se aproximou de uma agenda keynesiana e, portanto, não buscou entender o papel das políticas macroeconômicas na sustentação da demanda agregada e na redução da preferência pela liquidez na obtenção do pleno emprego como objetivos da política econômica. Por não haver uma ruptura com o modelo do NCM, entendemos que as políticas adotadas durante a crise de 2008 resultaram na intensificação do processo de financeirização da economia americana, expondo ainda mais famílias e empresas aos movimentos dos ciclos financeiros.

Com a crise decorrente da pandemia, as políticas empregadas em 2008 foram prontamente retomadas. O desenho das políticas monetárias seguiu o modelo (em alguns casos com os mesmos nomes) das executadas anteriormente, mas com volume e alcance superiores (abrangendo inclusive entes subnacionais e pequenas e médias empresas). Por conta da necessidade de gastos em saúde e assistência, a expansão dos gastos públicos encontrou menos resistência, contudo, a manutenção desse comportamento no período pós-pandemia é incerta.

A presente nota será desenvolvida em quatro seções, sendo a última de considerações finais. Na segunda parte serão abordadas as escolhas de política econômica das autoridades norte-americanas durante a crise financeira de 2008. Na terceira, serão analisados com informações estatísticas os resultados dessas escolhas sobre as rendas das famílias e empresas americanas para o período 2008-2019. A quarta seção avalia as lições aprendidas com o episódio da crise financeira que podem nortear as ações empregadas no combate aos efeitos da pandemia.



Os Impactos da Crise Financeira de 2008 sobre o arranjo de política macroeconômica nos EUA

A crise financeira de 2008 teve início no mercado imobiliário americano e se espalhou por todos os setores do mercado financeiro, sendo responsável por causar a pior recessão na economia mundial desde a Segunda Guerra. Os efeitos da crise atingiram também a teoria econômica, sobretudo a macroeconomia, que tinha no regime de metas de inflação (RMI) o seu modelo ideal de política econômica.

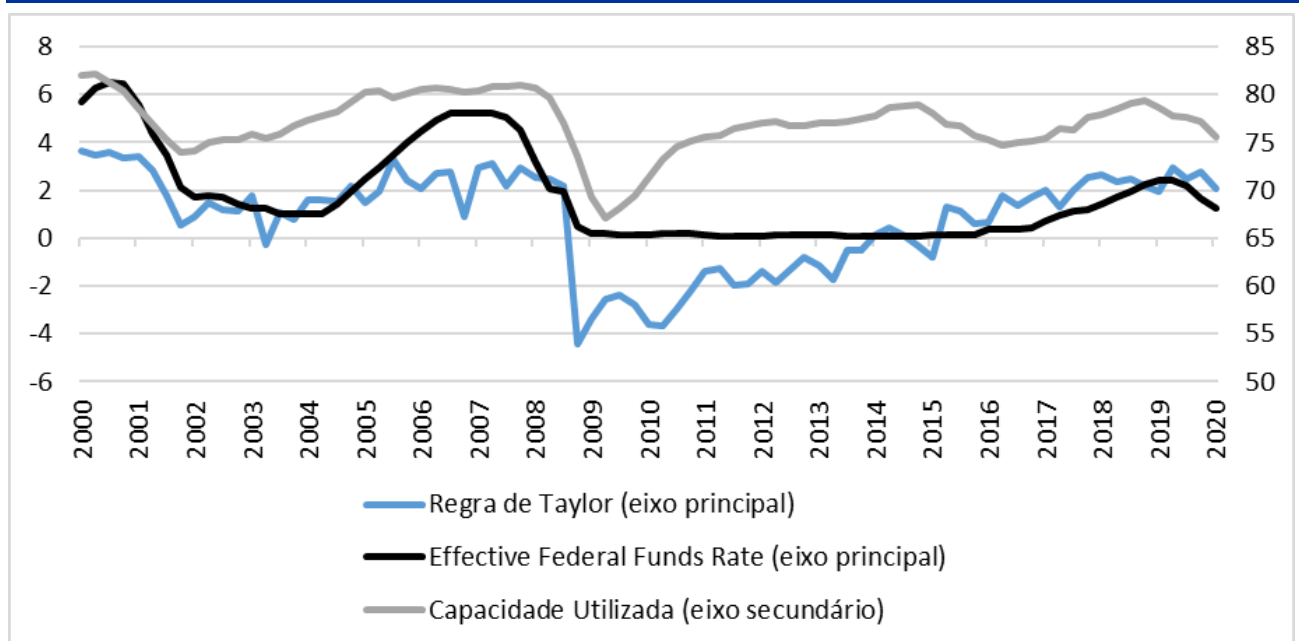
A partir do reconhecimento da ineficácia do RMI diante dos problemas da “grande recessão” (2007-2009), buscou-se medidas alternativas que acabaram se efetivando principalmente nas políticas monetárias não convencionais (PMNC) e também na utilização de instrumentos fiscais contracíclicos. Ademais, houve revisão dos pressupostos que fundamentavam o RMI, a se destacar, a hipótese de que a estabilidade do nível de preços é condição suficiente para se garantir a estabilidade econômica. O fato de uma crise de origem eminentemente financeira ter provocado graves distúrbios na ‘economia real’, chamou atenção para a importância de se buscar também

a estabilidade financeira. Em relação à política fiscal, buscou-se entender seu papel quando a política monetária convencional se torna estéril, particularmente em situações de taxas de juros próximas de zero (ZLB – *zero lower bound*).

Do ponto de vista empírico, a partir de 2007, o *Federal Reserve* (Fed), diante dos primeiros sinais de distúrbio na economia americana, dá início a uma contínua redução da taxa básica de juros (*effective federal funds rate*). Tomando a capacidade utilizada como um indicador do ambiente econômico, podemos perceber no Gráfico 1 que houve uma redução simultânea da taxa de juros e da capacidade utilizada. Ou seja, a política monetária convencional não foi capaz de estimular a atividade econômica mesmo com taxas de juros próximas de zero.

O Gráfico 1 mostra ainda que a taxa de juros efetiva não se assemelha à taxa recomendada pela regra de Taylor, ficando esta última, entre 2009 e 2014 em um nível bem inferior. A distância entre as duas taxas se expande a partir de 2008, uma vez que a taxa efetiva atinge o “*zero lower bound*” – e ali permanece – enquanto a taxa calculada pela regra de Taylor continua a decrescer. Ou seja, a utilização do instrumento convencional da

Gráfico 1 – Effective Federal Funds Rate, Regra de Taylor* e Capacidade Utilizada**



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System.

* Regra de Taylor para o Hiato do Produto = $1 + (1,5 \times \text{Consumer Price Index for All Urban Consumers: All Items}) - (1 \times \text{Nominal Potential Gross Domestic Product})$.

**Capacidade total utilizada é uma porcentagem calculada a partir dos recursos utilizados pela produção da indústria, mineração, energia e gás das instalações localizadas nos Estados Unidos.



administração da taxa de juros havia chegado ao seu limite, sem que, todavia, a economia apresentasse respostas satisfatórias. Diante disso, o Fed foi obrigado a buscar medidas alternativas para estimular a economia e atingir as metas estipuladas.

A saída encontrada foi a adoção de operações que adquiriram o rótulo de políticas monetárias não convencionais. As operações de *quantitative easing* (QE) e o *credit easing* começaram a ser utilizadas a partir do segundo semestre de 2008, quando a taxa de juros já se encontrava num patamar abaixo de 1% a.a. Em 2009, tem-se uma mudança no foco e as políticas de QE tomam o protagonismo num contexto de taxas de juros próximas de zero. Inicia-se a fase da PMNC que rompe de vez com os preceitos do NCM, promovendo uma massiva compra de títulos de dívida públicas e privadas de diferentes maturidades. Pelo Gráfico 2, vemos que o balanço do Fed mais que dobrou de tamanho no período.

A adoção de instrumentos fiscais discricionários seguiu o mesmo roteiro das PMNC, contudo, devido às barreiras impostas, inclusive de ordem política, sua utilização se deu de forma mais modesta. Não obstante, os valores empregados via política fiscal, embora bem inferiores àqueles referentes à política monetária, foram os maiores

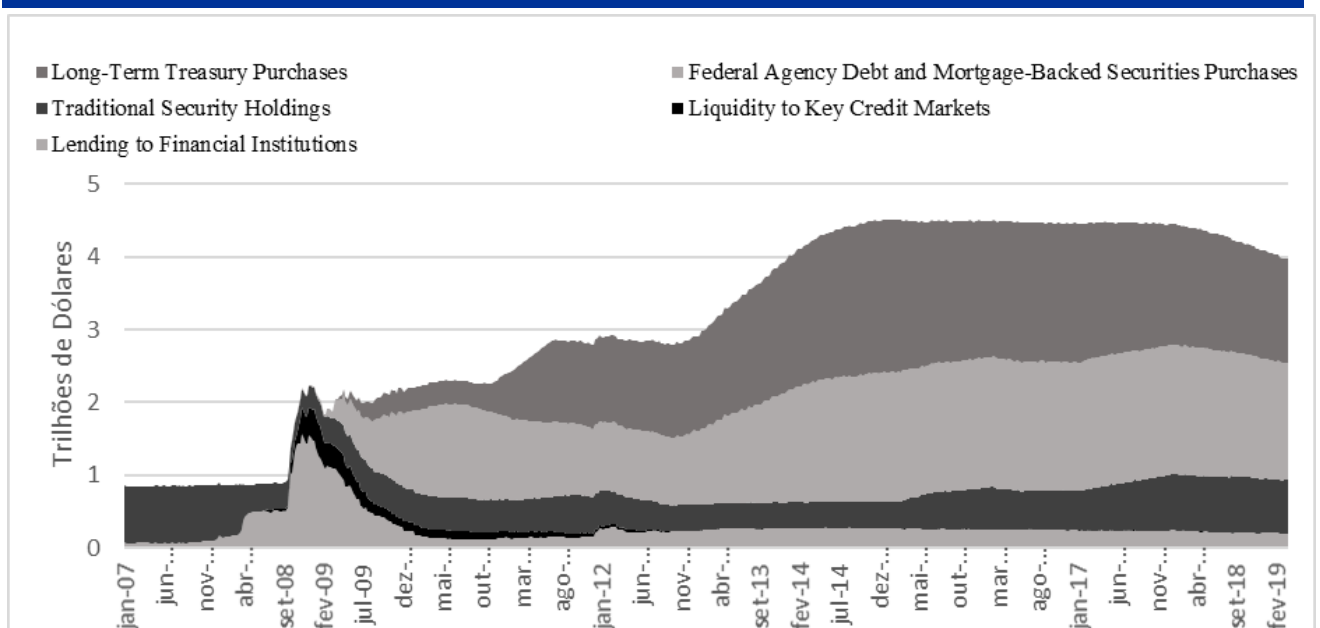
de toda a história da economia americana. O *American Recovery and Reinvestment Act*. (ARRA) foi o maior pacote de gastos públicos e corte de impostos até então executado, foram ao todo US\$712 bilhões despendidos com o intuito, como o próprio nome sugere, de recuperar a atividade econômica.

Pós-Crise: a dinâmica da renda das famílias e das empresas não financeiras entre 2008 e 2019

As políticas econômicas adotadas desde 2008 com o intuito de conter os efeitos da crise financeira, contraditoriamente, permitiram que houvesse um aumento da financeirização da economia americana. Ao se tomar como referência as famílias e firmas não financeiras americanas, podemos perceber que o principal efeito foi o de ampliar a exposição dos seus respectivos balanços patrimoniais à dinâmica do mercado financeiro.

O consumo privado que representa 60% do PIB dos Estados Unidos teve crescimento, entre 2008 e 2019, superior ao do PIB e se manteve relativamente estável durante a crise, recuperando seu nível pré-crise já em 2010. O principal determinante do consumo é a renda, e quando analisamos a renda das famílias americanas, podemos perceber uma evolução particular no período 2008-2019. A renda dos empregados teve

Gráfico 2 – Operações de balanço patrimonial realizadas pelo Fed- US\$ milhões



Fonte: Federal Reserve Bank of Cleveland.



crescimento abaixo do apresentado pela renda pessoal, ao passo que as rendas provenientes de aluguéis e juros tiveram crescimento maior (Gráfico 3). Consequentemente, a renda do trabalho perdeu participação relativa na renda pessoal total, enquanto as participações das rendas de aluguéis e juros aumentaram.

O consumo teve um crescimento acumulado maior do que o do seu principal determinante (a renda pessoal), indicando que foi sustentado por outro fator. Essa dinâmica pode ser explicada pelo crescimento do crédito ao consumidor, que obteve crescimento real acumulado superior aos da renda pessoal e do consumo privado.

Em resumo, no período analisado, os rendimentos provenientes de aluguéis e juros foram os que mais cresceram dentro da renda pessoal, e foram eles, junto com o considerável aumento do crédito ao consumidor, que sustentaram o consumo privado. Essa dinâmica é característica de uma economia financeirizada e está intimamente relacionada com as políticas descritas anteriormente.

Ao analisarmos a situação das firmas não financeiras (FNF) podemos perceber que o resultado é semelhante. A partir de 2008 há uma aceleração no ritmo de endividamento dessas firmas, resultando num crescimento acumulado do endividamento de quase 100%. Na contramão

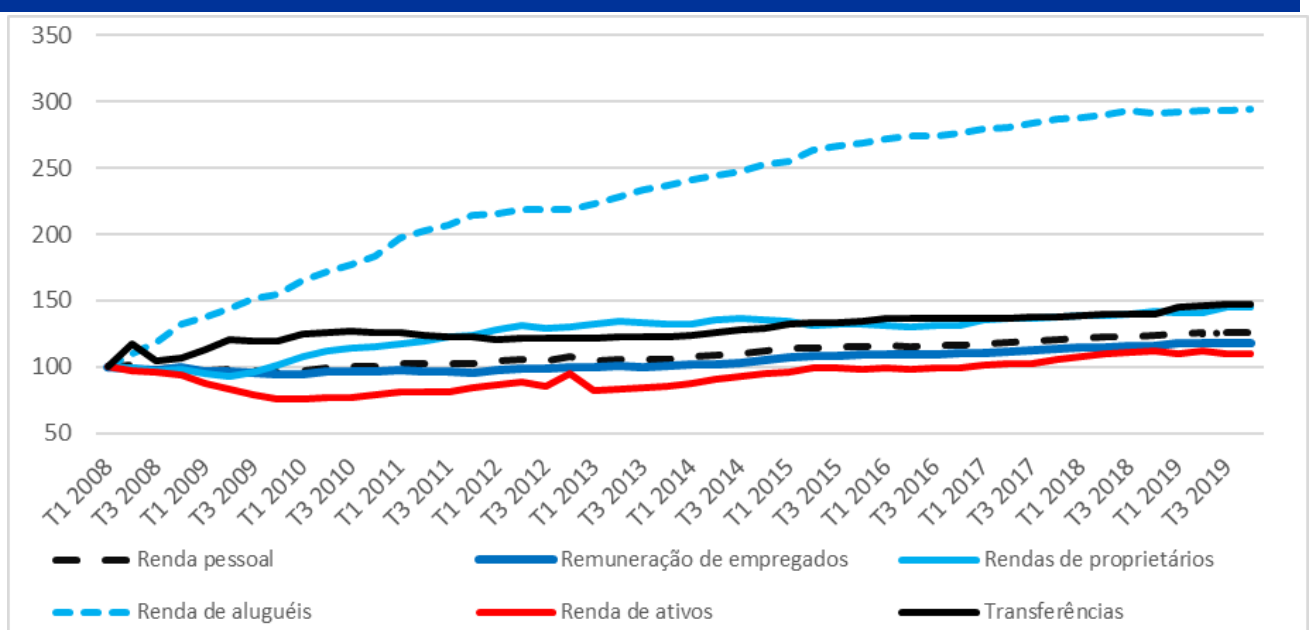
desse aumento, houve redução na relação dívida e valor de mercado das firmas não financeiras americanas. Como o endividamento praticamente dobrou, a determinação dessa tendência ficou por conta do valor de mercado das FNF, que cresceu 219% no período analisado. A vultosa valorização dessas firmas não parece se basear no aumento do lucro líquido ou da formação bruta de capital fixo, que cresceram 39,6% e 37,4%, respectivamente, no mesmo período.

Ou seja, entre 2008 e 2019, houve intensa valorização das ações das firmas não financeiras americanas, o que foi responsável pela redução da relação dívida/valor de mercado dessas firmas, mesmo com o endividamento tendo praticamente dobrado no mesmo intervalo. Como não houve crescimento semelhante ou sequer próximo do lucro líquido e dos investimentos, conseguimos perceber sinais de uma economia financeirizada. Tal resultado pode ser apontado como consequência das políticas adotadas no combate à crise financeira, que favoreceram à dinâmica de crescimento fundado no endividamento e na supervalorização de ativos financeiros.

A recuperação da crise de 2008 e as lições para o pós-Covid-19

Estima-se que em 2020, por conta da pandemia da Covid-19, o PIB dos Estados Unidos tenha

Gráfico 3- Crescimento real da Renda pessoal e componentes (T1 2008=100)



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis



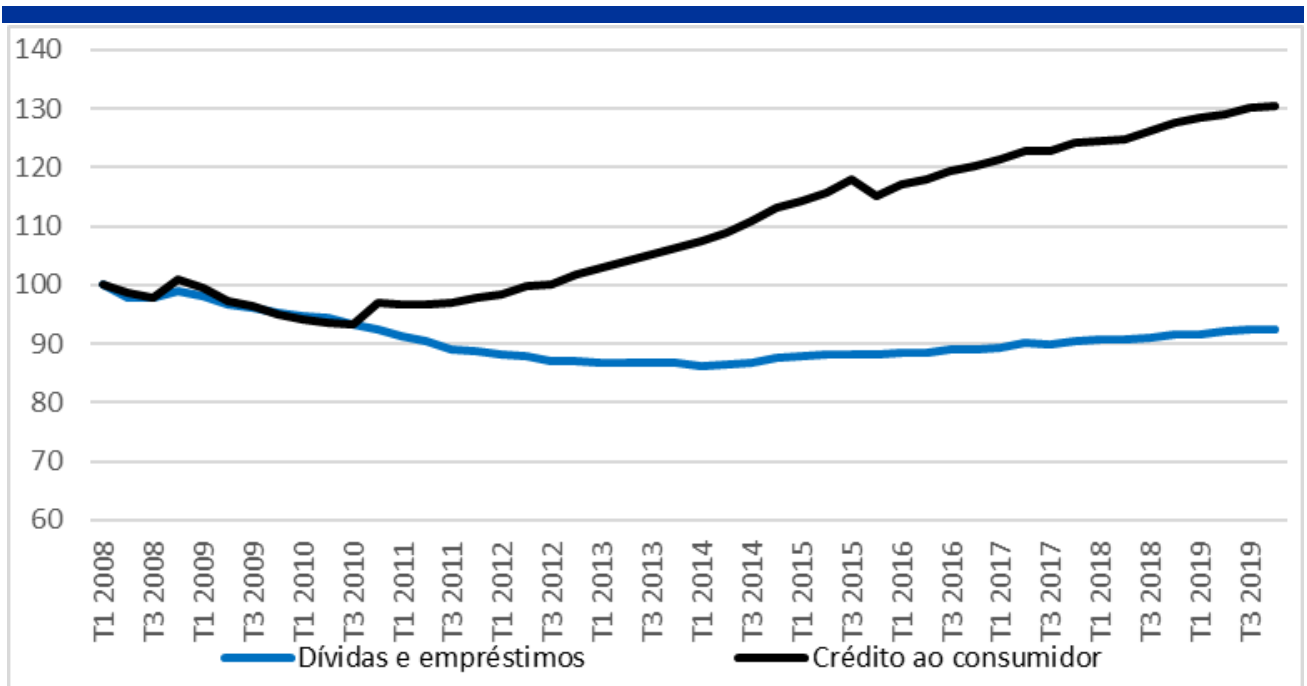
uma queda superior a registrada em 2008. A taxa de desemprego, no primeiro trimestre, por exemplo, atingiu sua máxima histórica desde 1948, quando começou a ser medida. Diante desse quadro, o governo americano não tardou em entrar em ação.

No campo da política monetária, as principais medidas alternativas adotadas em 2008 foram novamente postas em prática e, com a experiência adquirida na crise financeira, desta vez as ações puderam ser executadas mais celeremente e com maior amplitude, abrangendo títulos de entes subnacionais e de pequenas e médias empresas. No campo fiscal, projeta-se um esforço de aproximadamente U\$ 2,4 trilhões de dólares (14% do PIB) através do CARES Act., valor mais do que três vezes maior do que o despendido com o ARRA.

A natureza da crise da pandemia causa constrangimentos de oferta e demanda, e enquanto não tivermos vacina ou tratamento reconhecidamente eficazes, presenciaremos medidas de distanciamento social que aumentam o grau de incerteza na economia, gerando elevação da poupança precaucional e redução das propensões a consumir e investir. Desta forma, o gasto público se apresenta como a principal saída para a promoção do crescimento econômico.

As políticas econômicas no episódio da crise financeira obtiveram relativo sucesso em mitigar os distúrbios sobre a atividade econômica, por isso, foram prontamente empregadas para combater os efeitos da pandemia. Todavia, baseado no exposto na segunda seção, acreditamos que o governo americano não deve repetir o que foi feito após a crise de 2008. A política fiscal não pode ser mais uma vez abandonada e vista apenas como medida emergencial, ela deve ser um instrumento permanente e utilizado em coordenação com a política monetária. Ademais, diante de um cenário com juros curtos e longos próximos a zero, podemos pensar num endividamento feito a baixos custos. Se as PMNC entraram de vez no escopo da política monetária, podemos pensar também em formas alternativas de financiamento público, o que de certa forma já ocorre. Os títulos emitidos na Europa e na Inglaterra nos últimos meses deverão ser totalmente recomprados nos mercados secundários pelo Banco Central Europeu e pelo Banco da Inglaterra, respectivamente. Nos Estados Unidos, o *Fed* deve recomprar mais ou menos a metade dos títulos emitidos recentemente. Esse é um exemplo de como as políticas fiscal e monetária podem ser empregadas conjuntamente. Por fim, quando tivermos o total retorno das atividades ao

Gráfico 4- Variação real do endividamento Famílias e ISFLSF (T1 2008=100)



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System



seu funcionamento habitual, os investimentos públicos podem desempenhar papel crucial na recuperação.

Considerações Finais

A crise financeira de 2008 gerou também uma crise na teoria macroeconômica convencional. O desenho do RMI, através do instrumento da taxa básica de juros, se mostrou insuficiente para a garantia da estabilidade econômica e tampouco conseguiu lidar eficientemente com os distúrbios causados pela crise. Diante disso, o governo americano buscou medidas alternativas que se concretizaram nas políticas monetárias não convencionais e em ações fiscais contracíclicas.

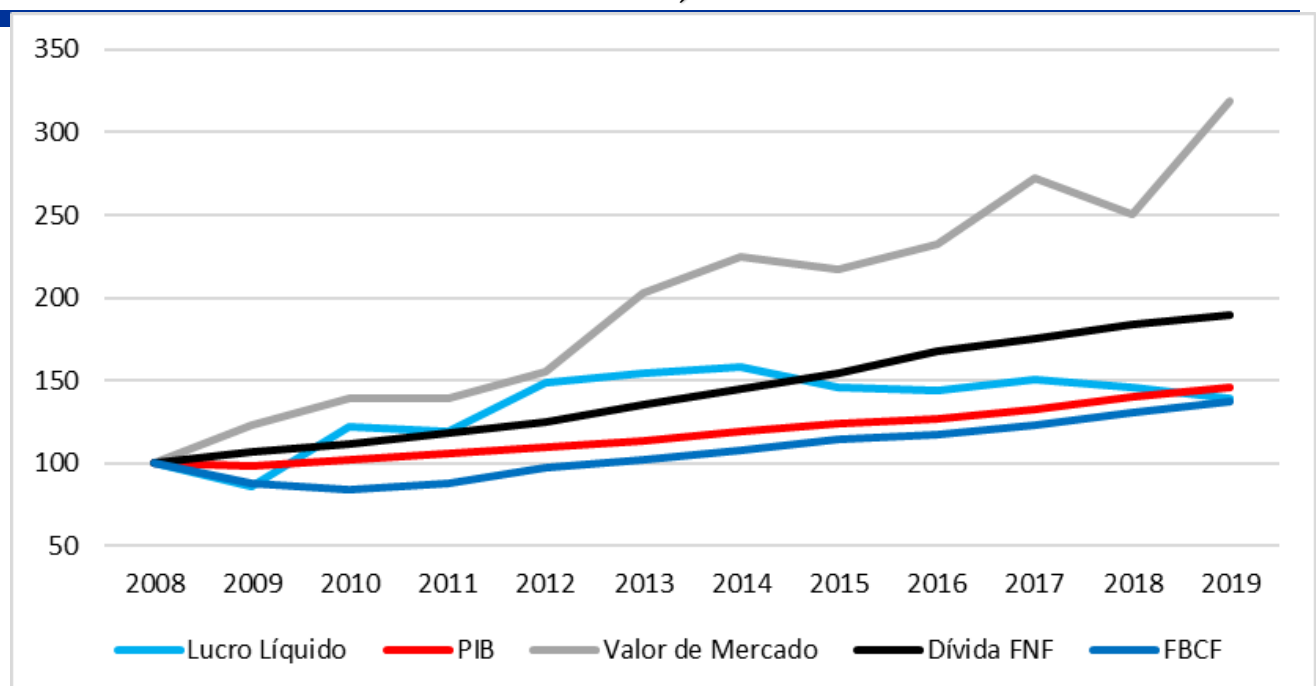
As políticas adotadas durante a crise tiveram relativo sucesso em mitigar seus efeitos sobre a atividade econômica. Contudo, foram empregadas com o objetivo primordial de melhorar as condições nos mercados financeiros (principalmente, prover liquidez e manter o valor dos ativos financeiros) e não contaram com um planejamento para a recuperação no período pós-crise. A consequência dessa falta de planejamento pôde ser observada nas dinâmicas de famílias e firmas não financeiras.

No período entre 2008 e 2019, a parcela dos

rendimentos de aluguéis e juros cresceu, em detrimento da parcela dos rendimentos do trabalho, dentro da renda pessoal total. Foram esses rendimentos, juntamente com o avanço do crédito ao consumidor, que sustentaram o consumo privado (principal componente do PIB americano). Ou seja, a renda do trabalho perdeu importância na determinação do consumo das famílias, enquanto houve crescimento considerável do crédito, isso faz com que as famílias americanas estejam cada vez mais suscetíveis aos ciclos financeiros, fato reforçado pelo avanço das rendas provenientes de aluguéis e juros.

No mesmo período, o endividamento das firmas não financeiras americanas praticamente dobrou (92%), todavia, o valor de mercado de suas ações teve crescimento muito maior (219%), o que pode passar a sensação equivocada de sustentabilidade dessas empresas. Quando olhamos para o comportamento dos lucros líquidos e da formação bruta de capital fixo, que cresceram respectivamente 39,6% e 37,4%, percebemos que essa supervalorização se deveu a causas diversas e não ao crescimento dos lucros ou dos investimentos e, portanto, pode indicar um aumento da fragilidade financeira e não da sustentabilidade dessas empresas.

Gráfico 5 – Lucro Líquido, PIB, Valor de Mercado das FNF, Dívida das FNF e FBCF (T1 2008 = 100)



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System.



As dinâmicas apresentadas por famílias e firmas não financeiras americanas não podem ser dissociadas das políticas aqui descritas. Ao focar suas ações na provisão de liquidez e valorização de ativos, sem um plano claro para a recuperação econômica e de estímulo ao investimento e à criação de empregos, o governo americano permitiu um aumento da fragilidade financeira ao expor ainda mais os balanços de famílias e empresas aos ciclos econômicos.

As experiências com o emprego de políticas econômicas não convencionais colhidas na crise financeira deveriam auxiliar na atual crise causada pela pandemia da Covid-19. O governo

americano de forma mais ampla e célere pôs em prática as políticas monetárias não convencionais e fiscais contracíclicas na atual crise. No entanto, um passo adiante é reconhecer a importância de uma política fiscal contracíclica de tal forma que esta passe a fazer parte, em coordenação com a política monetária, do quadro regular de política econômica. E, ademais, que desempenhe papel crucial na retomada da economia, sobretudo, através dos investimentos públicos. Nessa linha de argumentação, merece registro o recém lançado estudo do FMI em defesa do investimento público como política de recuperação econômica no pós pandemia. É chegada a hora da política fiscal?



FINANCEIRIZAÇÃO E A CRISE DA DEMOCRACIA: CONSIDERAÇÕES SOBRE O CASO BRASILEIRO

Linnit Pessoa

Mestranda na UFF e pesquisadora do FINDE/UFF

Vinícius Centeno

Mestranda na UFF e pesquisador do FINDE/UFF

ÍNDICE

Embora a maioria das análises da financeirização na literatura tenha se concentrado principalmente nas dimensões econômicas e sociais desse fenômeno, é cada vez mais reconhecido que esse também é um fenômeno político. Nessa perspectiva, o processo de financeirização acaba por criar as condições para sua própria reprodução não apenas pelo fortalecimento do poder do setor financeiro, mas também pela ampliação, reprodução e dependência da lógica financeira entre as instituições, a comunidade empresarial, e a sociedade em geral. Dessa maneira, a financeirização da economia mundial representa um grande desafio para a legitimidade democrática. Dada a crescente importância e instabilidade dos mercados financeiros, a tomada de decisão democrática está regularmente sujeita a uma pressão considerável por parte de frações de classe ligadas ao capital financeiro-rentista. Tal processo leva a uma redução do espaço político, uma mudança no poder de tomada de decisão de atores eleitos para não eleitos e, finalmente, a resultados considerados inadequados pelo eleitorado em geral.

Ao analisar o caso brasileiro, destaca-se que, já a partir de 2015, o segundo governo Dilma muda a condução das políticas econômicas e segue uma orientação diferente daquela proposta durante o período eleitoral, adotando uma agenda de políticas austeras a fim de viabilizar politicamente seu mandato junto ao mercado financeiro. Mesmo assim, o governo sofreu um processo de impeachment em 2016 e a agenda do “mercado” foi amplamente aprofundada, culminando na aprovação do Novo Regime Fiscal – o “Teto de Gastos” –, ainda no governo Temer, e a Reforma Previdenciária, já no governo Bolsonaro.

Atualmente, a despeito da brusca retração da

atividade econômica e da trágica crise sanitária enfrentada pelo país, a bolsa de valores brasileira já recuperou em grande parte o maior tombo registrado em sua história – o Ibovespa caiu até os 63 mil pontos em 23 de março de 2020, ao passo que em 29 de julho de 2020 já havia superado o patamar de 105 mil pontos. Os preços dos ativos, muitas vezes entendidos como sinal de confiança na economia, parece estar mais ligados à expectativa de continuidade da agenda de austeridade por parte do governo, representada atualmente pela manutenção do teto de gastos e pela reforma administrativa. Qualquer movimento que indique uma orientação da política em sentido diferente gera uma reação negativa do mercado, que condiciona a opinião pública com o intuito de exercer pressão na tomada de decisão política. Tal comportamento criou falsos consensos na grande mídia e na população em geral, como a falaciosa comparação entre o orçamento público federal e o orçamento familiar e ideia de que “o dinheiro acabou” – argumentos utilizados para defender sucessivos cortes dos gastos do governo como única alternativa possível para equilibrar as contas públicas. Dessa forma, essa nota tem como objetivo buscar indicativos da influência do setor financeiro na tomada de decisão política (e no próprio debate político), considerando as determinações que o processo de financeirização em curso implica. Para tanto, primeiramente nos apoiaremos na literatura que trata sobre os aspectos políticos da financeirização, para então realizarmos considerações sobre o caso brasileiro.

Aspectos políticos da financeirização: democracia ameaçada?

Em “A Grande Transformação” (1944), obra seminal de Karl Polanyi, o autor já apontava as



contradições entre o capitalismo e a democracia liberal, salientando que a livre atuação das forças de mercado levaria à destruição democrática e a probabilidade do surgimento de uma reação “populista” e nacionalista. Polanyi (1944) entende que a origem das catástrofes da Primeira Guerra, a grande depressão, o crescimento do fascismo e a Segunda Guerra “residem no desígnio utópico alimentado pelo liberalismo econômico de instaurar um mercado autorregulado” (Polanyi, 1944, p. 58). Ao fim da Segunda Guerra Mundial o capitalismo viveu sua “era de ouro” a partir do fortalecimento de economias de bem-estar social, período em que as relações de poder estiveram contrabalanceadas como em nenhum outro momento histórico do capitalismo.¹ A partir do fortalecimento de movimentos trabalhistas organizados, Polanyi (1944) acreditou que o capitalismo liberal havia sido superado para nunca mais regressar. A crença era de que, após as tragédias das guerras, a sociedade democrática controlaria o capitalismo: “Assistimos a uma evolução no interior das nações que levará o sistema econômico a deixar de prescrever à sociedade suas leis de funcionamento e a ser garantido o primado da sociedade sobre esse sistema” (Polanyi, 1944, p. 251). Todavia, o observado foi diferente: após uma longa transição entre o capitalismo do pós-guerra e a consolidação da ideologia neoliberal, a hegemonia liberal foi restaurada a partir da década de 1970.

Em seu livro intitulado “Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático” (2019), o sociólogo alemão Wolfgang Streeck traça uma interligação entre o desenvolvimento do capitalismo e a transformação neoliberal da democracia. O autor apresenta uma linha cronológica como fio condutor dessa interligação, partindo do que ele chama de “era da fratura”, que pôs fim às características de exceção do capitalismo observadas na era de ouro. O que se sucedeu foi uma sequência de crises, divididas pelo autor em três fases: i) inflação; ii) endividamento estatal e iii) inchaço do mercado financeiro privado. O fio condutor entre as

referidas fases parte da elevação da desigualdade e da perda de força dos sindicatos e partidos políticos e o consequente arrefecimento dos movimentos de greve dos trabalhadores, o que deslocou os conflitos políticos distributivos do mercado de trabalho, na fase da inflação, para a política social, na fase de endividamento estatal. Finalmente, na era da financeirização, o conflito distributivo é transferido para o cerne dos mercados financeiros privados (Streeck, 2019).

Assim, o processo de financeirização, por se tratar do crescente papel de motivos, mercados, atores e instituições financeiras na operação da economia doméstica e internacional (Epstein, 2005), representa o interesse da classe rentista-financeira em detrimento do interesse da classe trabalhadora. O sistema democrático, todavia, pressupõe igual participação dos cidadãos no processo decisório e na formação dos atos de governo. É perceptível a contradição existente entre o processo de financeirização e a manutenção de um Estado democrático, uma vez que a crescente influência do primeiro no processo político molda as decisões de políticas públicas, que passam a privilegiar um seletivo grupo ao invés de buscar o bem estar da sociedade. Pode-se dizer que essa contradição se tornou mais explícita após a década de 1990, devido ao intenso processo de financeirização que ocorria no mundo, se intensificando após a crise financeira de 2008.

Através desta perspectiva, entende-se que uma das características do processo de financeirização pode ser compreendida por aprofundar o poder estrutural dos detentores de capital, notadamente sua fração ligada ao capital especulativo e financeiro, e por limitar a capacidade dos estados de regular os mercados e instituições financeiras. Nesse sentido, o processo de financeirização reduz a legitimidade democrática ao controlar a agenda econômica através de regras fiscais e monetárias rígidas, levadas a cabo por tecnocratas supostamente cobertos pelo véu da neutralidade política, mas que estão a serviço das frações de classe ligadas à alta finança. Tais regras fiscais e

¹ Vale ressaltar que o período coincide com o acirramento entre o bloco socialista e o bloco capitalista, momento em que a luta de classes se intensificou e que o poder de barganha dos trabalhadores era maior, em grande parte devido às lutas



monetárias têm como objetivo justamente reduzir o espaço para atuação da política econômica. Como sintetizado por Belluzzo e Galípoli (2017 *apud* Dowbor 2018, p. 115), “hoje é a lógica da finança globalizada que delimita o território ocupado pelas opções da política democrática”. Apesar de não responder no livro, Streeck (2019) faz uma indagação provocativa a respeito da suposta neutralidade dos mercados e discricionariedade dos governos, propondo uma reflexão sobre por que a regulação dos mercados está sempre ameaçada de ser vista como “política”, no sentido de arbitrária e ineficiente, enquanto as medidas pró-mercado se apresentam como técnicas e isentas, que agem de acordo com regras imparciais, gerais e impessoais. A intervenção política no “livre jogo das forças de mercado” é associada quase que automaticamente à opressão do interesse geral por parte dos governos, muitas vezes taxados de irresponsáveis e populistas. Streeck (2019, p. 27) coloca que a afirmação de que os mercados são “cl clinicamente limpos” é uma reivindicação propagada com estrondoso sucesso, apesar da experiência prática que não lhe é favorável.

Em trabalho recente, Epstein (2020) busca adentrar o campo da “economia política da financeirização” a fim de compreender os motivos pelos quais as finanças se mantêm tão poderosas, apesar dos altos custos impostos à sociedade. O autor alega que a partir dos anos 2000 houve uma mudança no padrão de atuação dos bancos, instituições e mercados financeiros em geral, na transição que Epstein (2020) chamou de “*boring banking*” – sistema bancário ‘tedioso’ – para “*roaring banking*” – que em tradução livre seria o sistema bancário ‘vibrante’. A principal alteração se deu pelo enorme aumento do volume de empréstimos no mercado aberto e o

**...uma das características do
processo de financeirização pode
ser compreendida por aprofundar
o poder estrutural dos detentores
de capital...**

desenvolvimento e venda dos mais variados tipos de produtos financeiros, com maior ou menor risco. Esse movimento deu origem ao termo “shadow banking”, ou sistema bancário ‘às sombras’, visto que eram responsáveis por grande parte da oferta de crédito e produtos financeiros de maneira “informal”², isto é, escapando dos marcos da política regulatória. Aos poucos, essas instituições passaram a assumir mais e maiores riscos, seja devido à desregulamentação financeira

nos EUA nos anos 1990 e 2000, que reduziu as restrições ao comportamento agressivo, seja pelo aumento da competição no setor, o que levou as instituições a embarcar nos mais diferentes tipos de atividades especulativas. Independentemente do motivo, tais instituições adquiriram o status de “grandes demais para falir”, o que dava a segurança de que seriam resgatados pelo governo caso quebrassem. Ao analisar a origem do poder político adquirido pelo grande capital financeiro nos Estados Unidos, Epstein (2020) alega que há, em vários níveis, um poderoso grupo de atores políticos que defendem os interesses das classes ligadas à alta finança, chamado de “The Bankers Club”, composto por economistas, grandes corporações não financeiras, e o próprio Federal Reserve.

Nessa linha, Pagliari e Young (2020) apontam que pesquisas recentes sobre o tema vêm reconhecendo a financeirização como um fenômeno político não apenas por sua pressão – ou *lobby* – nas decisões políticas, mas também pelas consequências do poder que os grupos ligados à alta finança detêm para influenciar o desenho de políticas públicas. Os autores focam sua análise nas políticas regulatórias do sistema financeiro, e destacam os dois principais meios destacados na literatura pelos quais as empresas e instituições financeiras podem ter aumentado seu

² De forma simples, a prática de shadow banking se refere à atuação de instituições que agem como bancos (tomam recursos de curto prazo e emprestam a prazos maiores), sem o serem. Ou seja, conseguem fazer o que outras instituições fazem, mas com uma regulação muito menor. Assim, geram risco sistêmico porque, como não estão na regulação de bancos, não podem acessar mecanismos de auxílio e resgate previstos para as instituições bancárias.



poder enquanto o papel das finanças na economia assumia centralidade. O primeiro entende que com o maior peso da participação dos mercados financeiros na economia, dado o crescimento do setor, foram expandidos os recursos financeiros que as empresas e associações ligadas às finanças podem utilizar para fazer lobby junto aos formuladores de política econômica, a fim de influenciar o desenho das políticas regulatórias. O segundo argumento alega que devido à dependência estrutural do Estado em relação ao setor financeiro por este controlar a oferta de crédito e também por serem os principais compradores da dívida pública, as empresas e instituições financeiras adquiriram um poder de moldar a política econômica até mesmo sem a prática do lobby (Pagliari e Young, 2020). Conforme destacado por Nölke (2020), a literatura recente sobre financeirização e democracia foca sua análise principalmente na atividade do lobby e da influência política do setor financeiro. O autor mostra que a financeirização do capitalismo nas últimas três décadas impõe um grande desafio para a legitimidade das regras democráticas, visto que independentemente do projeto econômico vencedor nas urnas, o poder político assumido pelo capital financeiro é tamanho que acaba por condicionar e limitar o espaço de atuação da política econômica.

A última década testemunhou o surgimento de novas compreensões da financeirização e sua influência em diferentes esferas, seja ela econômica, política, social e até mesmo ambiental. O processo provocou profundas mudanças na estrutura tanto de economias desenvolvidas, quanto de economias periféricas.³ No Brasil, Bruno e Caffé (2017) apresentam o conceito de dominância financeira, que pode ser interpretado como a ampliação da dominância monetária ao nível das instituições de Estado e no modo de regulação da economia: “Trata-se da

A última década testemunhou o surgimento de novas compreensões da financeirização e sua influência em diferentes esferas, seja ela econômica, política, social e até mesmo ambiental. O processo provocou profundas mudanças na estrutura tanto de economias desenvolvidas, quanto de economias periféricas. .

dominância monetária em escala ampliada, levada ao extremo em benefício da acumulação rentista-patrimonial e convertendo a política fiscal num mero instrumento de geração de caixa para os Estados” (Bruno e Caffé, 2017, p. 1047). Os autores identificam seis diferentes momentos históricos, delimitados pelo padrão de relação Estado-economia. O sexto recorte temporal destacado compreende o período a partir de 2015, marcado pelo controle total do Estado pelos interesses da alta finança e pela hegemonia absoluta da ideologia neoliberal, o que permitiu as frações de classe ligadas ao capital financeiro atuarem diretamente na gestão do orçamento público e no desenho e condução da agenda de política econômica.

Considerações sobre o Brasil

É possível dizer que, desde o século passado, a condução das políticas econômicas criou um ambiente propício para o avanço da dominância das finanças, que se intensificou nos últimos anos. Durante a década de 1990, o Estado brasileiro passa por uma reestruturação que é marcada por uma forte abertura financeira, configurando o que Bruno e Caffé (2017, p. 1035) chamam de um “modelo neoliberal-dependente com inserção internacional subordinada aos mercados globais”. Entretanto, os autores observam que é a partir do primeiro governo Lula que há uma mudança substancial no processo de financeirização brasileiro, quando este deixa de ser focado no endividamento público interno e estende seu espaço de valorização rentista-patrimonial através do endividamento privado.

Isso se verifica pois, ao invés de buscar políticas que perseguissem o pleno emprego, o governo aposta em um modelo de crescimento baseado no consumo via acesso ao crédito. Entretanto, à medida que a princípio serviria de combustível para expansão da demanda agregada, teve um



efeito mais profundo sobre a vida da população. Com o advento da financeirização, uma mudança substancial que é perceptível em relação à condução das políticas públicas (principalmente as políticas sociais) é a predominância de transferências monetárias ao invés da provisão dos direitos sociais de forma desmercantilizada.⁴ Lavinias *et al.* (2019) observam que isso configura uma mudança na forma de provisão dos serviços públicos, que impele a população para o serviço privado ao sufocar a prestação pública de serviços. Assim, o acesso da sociedade ao bem-estar passa a ocorrer por intermédio de dívidas – que se torna uma forma predominante de inclusão social a partir década de 1990, com a reconfiguração do Estado brasileiro –, fortalecendo o segmento bancário-financeiro devido à maior dependência das famílias (e empresas) ao crédito.

Para Bruno e Caffé (2017), a elevada desigualdade de renda e riqueza do Brasil se reflete na baixa representatividade que as classes populares têm no setor público, reproduzindo o caráter excludente das relações Estado-sociedade civil. Assim, uma maior representatividade é restrita a poucas classes, que passam a ter maior influência sobre o Estado e a condução das políticas econômicas. Os autores argumentam que em uma economia financeirizada, cuja hegemonia pertença ao setor financeiro, “o Estado converte-se numa instância institucional organizadora dos espaços econômicos necessários ao desenvolvimento da acumulação rentista-patrimonial”, de forma que os interesses destes são priorizados em detrimento das necessidades sociais e do desenvolvimento nacional (Bruno e Caffé, 2017, p. 1028).

Entre as consequências do aprofundamento do

processo de financeirização da economia brasileira, houve uma ampliação do circuito de acumulação financeira, que foi além do eixo do endividamento público e passou também a se reproduzir através das esferas da produção, do comércio e da própria população, com o aumento do endividamento familiar. A política de estímulo ao crédito pessoal, somada ao elevado custo dos financiamentos e empréstimos concedidos pelo mercado financeiro⁵ no Brasil, ampliaram os lucros apropriados pelos grandes bancos e detentores de capital – que, até certo ponto, em consonância com o cenário internacional favorável, possibilitou o “jogo de ganha-ganha” característico do período marcado pelo *boom* das *commodities* na primeira década do século, com aumento da renda de diversos segmentos da população⁶. Quando esse modelo de crescimento chegou ao limite, o conflito político se acirrou e os setores historicamente dominantes passaram a impor sua agenda com maior veemência sobre as decisões e condução da política econômica, disseminando que apenas as reformas neoliberais – teto de gastos e reformas trabalhista e da previdência – seriam capazes de colocar o país em uma trajetória de crescimento sustentável.

Na história brasileira recente temos um exemplo da influência dos interesses de determinados setores na condução das políticas econômicas em detrimento das demandas sociais. No primeiro ano do segundo governo Dilma, em 2015, foi observada uma mudança de agenda das políticas econômicas, que seguiu direção oposta à apresentada durante a campanha eleitoral. Para Marquetti *et al.* (2016), isso foi resultado da tentativa de reaproximação com a grande burguesia, que naquele momento havia se transformado em oposição. Para tanto, foi

³ O fenômeno da financeirização assume características distintas e peculiares nas economias emergentes em desenvolvimento. Como destacam Bonizzi e Powell (2019), a financeirização nas economias periféricas é fundamentalmente moldada pela natureza subordinada de sua integração da produção, da circulação e das finanças na economia mundial. Karwowski e Stockhammer (2017) entendem que a financeirização periférica apresenta características que os autores denominam “country-specific”, isto é, o fenômeno nos países em desenvolvimento assume características heterogêneas e assimétricas, a depender do contexto específico de cada país.

⁴ Lavinias *et al.* (2019) constataam que a reconfiguração do Estado brasileiro em 1990 teve efeitos substanciais especialmente sobre o caráter das políticas sociais, introduzindo controles, condicionalidades e programas residuais ao invés de políticas universais. Todavia, apesar de sufocar a provisão pública e de se argumentar a necessidade de redução de despesas governamentais, os autores constataam que o elemento estrutural das despesas permaneceu, de forma que o gasto social do governo federal passou de 70,1% em 2002 para 68,8% em 2015.



decidido seguir uma agenda de caráter explicitamente ortodoxo e neoliberal.

Todavia, a política de estímulo à oferta, característico da nova agenda, não apresentou o resultado esperado – pelo contrário, o PIB, que em 2014 já havia apresentado um tímido crescimento (0,5%), em 2015 se contraiu em 3,5%. Bruno e Caffé (2017) analisam que um fator que justifica a insuficiência dessas políticas para estimular a economia é a mudança da rentabilidade real de referência, que em economias financeirizadas passa a ser definida sob critérios e exigências dos detentores de capital de curto prazo, e não mais de acordo com as necessidades das atividades produtivas. Assim, há dificuldade de se manter uma taxa de investimento produtivo sustentável, pois os interesses dos detentores de capital têm horizonte de curto prazo, e são, em sua maioria, capitais especulativos e avessos ao risco, se descolando de qualquer projeto de desenvolvimento nacional e social. Não obstante, a agenda sufocou os investimentos públicos, restringindo um dos motores de crescimento da economia em um momento de desalavancagem do setor privado.

O período ainda coincide com um momento em que as tensões entre as diferentes classes sociais estavam mais acentuadas. De acordo com Paulani (2017), quando o modelo interno baseado no consumo através da expansão do crédito chegou ao limite e o cenário internacional mudou, não foi possível a manutenção do modelo conciliatório que havia possibilitado que as classes mais baixas auferissem os ganhos das políticas sociais juntamente com a manutenção dos ganhos da elite financeirizada, impossibilitando a manutenção do modelo de crescimento seguido pelos governos anteriores.

Em meio a esse acirramento de classes, a

mudança da orientação da política econômica não apresentou o resultado esperado pois, por um lado, não foi capaz de reconquistar o apoio da grande burguesia, e por outro, resultou a perda de sustentação dos setores sociais que apoiaram sua reeleição (Marquetti *et al.*, 2016). Com o impedimento da presidente em 2016, é observado um aprofundamento da agenda neoliberal, marcado por um Novo Regime Fiscal (EC 95/2016, conhecida como “teto de gastos”) e pelas reformas trabalhista e da previdência, embasados no argumento da necessidade de redução dos gastos públicos.

Para Bruno e Caffé (2017), a proposta de Emenda a Constituição que se sucedeu ao impedimento da presidente (EC 95/2016) é um marco da redefinição dos papéis do Estado, com objetivo de readequá-lo aos objetivos da expansão financeira no Brasil – e a adoção de uma agenda de políticas austeras garante a manutenção da dominância financeira sobre o Estado. Segundo os autores, o Brasil se tornou um caso em que “as finanças públicas estão completamente subordinadas às finanças privadas e estas últimas plenamente inseridas no circuito da acumulação rentista-patrimonial, característica dos processos de financeirização” (Bruno e Caffé, 2017, p. 1038).

Considerando que o processo de financeirização em curso no Brasil se trata de “uma estratégia tácita de redução da oferta pública e universal de serviços fundamentais à população, para criar e ampliar nichos de mercado de interesse do setor bancário-financeiro privado” (Bruno e Caffé, 2017, p. 1038), se torna possível visualizar o conflito presente entre a financeirização e a democracia. Atender ao interesse da classe bancário-financeira passa necessariamente por afetar a vida da sociedade, uma vez que seu

⁵ De acordo com Bruno e Caffé (2017), a singularidade do processo de financeirização do Brasil reside na característica de taxas de juros historicamente altas, configurando um processo de financeirização usurária. O oposto ocorre em economias avançadas, em que o desenvolvimento da financeirização não se realiza através das taxas de juros, que são baixas ou negativas.

⁶ Carvalho (2018) observa que, apesar dos significativos ganhos do trabalho (com aumento do trabalho formal e aumentos reais do salário mínimo) e das políticas de transferência de renda, a tendência da parcela mais rica se apropriar de maior parte da renda não foi revertida. Segundo a autora, entre 2001 e 2015, os 50% mais pobres aumentaram sua participação na renda total de 11% para 12%, enquanto o 1% mais rico subiu sua parcela de 25% para 28% da renda total.



interesse passa a ser justamente o atrofamento dos serviços públicos com a finalidade de absorver essa demanda pelo setor privado, ao passo que as necessidades da sociedade deixam de ser o foco do desenho das políticas econômicas e sociais.

A influência da classe bancário-financeira sobre as decisões de política econômica assegura a manutenção de seus interesses através de uma política de austeridade em detrimento dos direitos e do bem-estar da sociedade. A manutenção do teto de gastos é antidemocrática pois impossibilita que o Estado cumpra suas obrigações junto à sociedade, penalizando a população – principalmente aqueles mais pobres, que mais dependem dos serviços públicos – ao impor limites à sua atuação. Esses limites autoimpostos têm um efeito dual sobre a sociedade: há aqueles que são beneficiados com os novos mercados criados devido à falta de capacidade do Estado, enquanto a maioria sofre com as consequências dessa insuficiência.

Podemos ver que essa tendência permanece mesmo em momentos atípicos e de maior urgência da ação ativa do Estado – como a atual pandemia. Mesmo em meio a uma crise de múltiplas dimensões, com queda do rendimento do trabalho, aumento do desemprego e maior necessidade do sistema público de saúde, o governo já sinaliza seu compromisso em manter o atual regime fiscal – que justamente impossibilita estímulos públicos para gerar emprego e renda e sufoca os investimentos em saúde. Esse compromisso se justifica pela necessidade de satisfazer as “demandas do mercado” – já que só assim seria possível reconquistar a “confiança” dos agentes na economia, estimular o investimento privado e então colocar o país em trajetória de crescimento. Esquece-se que os interesses dos detentores de capital têm horizonte de curto prazo, diferentemente de processos de desenvolvimento. Ainda assim, percebe-se que estes estão cada vez mais envolvidos no processo de decisão das políticas econômicas, que passa a garantir privilégios e atender interesses ao invés de amparar as necessidades da sociedade e assegurar a construção de um projeto de desenvolvimento.

Considerações finais

O fenômeno da financeirização tem diversos efeitos sobre a sociedade. Além do impacto mais perceptível e bastante discutido na literatura sobre os investimentos produtivos – que passam a ser preteridos frente à maior rentabilidade e menor risco dos investimentos financeiros –, à medida em que a soberania das finanças se desenvolve e se aprofunda, conseguimos observar outros efeitos deletérios que podem não ser percebidos em uma primeira aproximação.

Em relação à economia *stricto sensu*, por um lado, as características do processo de financeirização no Brasil se desenvolveram com o condicionamento do regime de acumulação à condução conservadora do tripé macroeconômico e, recentemente, a perpetuação da agenda de austeridade e a redução do Estado, limitando o espaço para atuação da política econômica. Por outro lado, as próprias diretrizes macroeconômicas vêm estimulando um aprofundamento da financeirização na economia brasileira, o que caracteriza um ciclo vicioso que parece não ter fim. Algumas consequências do processo vão além do aumento do fluxo de capital especulativo, da estagnação econômica e do maior desemprego estrutural. Observa-se também a especialização produtiva em bens primários (reprimarização), desindustrialização precoce e aumento das restrições externas a partir do desequilíbrio do balanço de pagamentos. Ademais, observa-se uma piora na distribuição funcional da renda, com o aumento da parte apropriada pelos detentores de capital, sem que estes sejam induzidos a reinvestir esse capital de forma produtiva. Por isso, entende-se que o fenômeno da financeirização representa um entrave estrutural para as economias em desenvolvimento.

A economia não é uma ciência neutra e a política econômica não pode ser analisada apenas pelo espectro econômico de forma descolada da dimensão política. As considerações propostas nesta nota, portanto, apresentam implicações do processo de financeirização que extravasam o âmbito estritamente econômico. Nesse sentido, o aparato do Estado, entendido como endógeno à



dinâmica do capitalismo, configura um ambiente de disputa em que as diferentes parcelas da sociedade podem reivindicar seus direitos e defender seus interesses. O que observamos com o desenvolvimento do processo de financeirização é a criação de um espaço para que os setores historicamente dominantes – industriais, comerciais e, recentemente com maior influência, bancário-financeiro, todos atualmente inseridos na lógica financeirizada – aumentem sua influência sobre as decisões governamentais. Com o avanço da financeirização e a maior preeminência do setor bancário-financeiro, percebemos que o já desigual jogo de forças entre as diferentes parcelas da sociedade é reafirmado, ameaçando o jogo político democrático. Isso ocorre não somente através da adoção de agendas que têm efeitos adversos sobre grande parcela da sociedade, mas também pela singularidade na qual o debate econômico foi envolvido. Defende-se que a única alternativa para retomar o crescimento é através do atrofamento do setor público, seguido de crescentes estímulos aos investimentos privados e redução dos custos com trabalho – apesar do desaquecimento da economia. Entretanto, essa alternativa, que desde 2015 se prova ineficiente para estimular a economia, só retoma o crescimento das taxas de lucro apropriada pelos setores dominantes – vide a rápida recuperação do setor financeiro frente as últimas crises brasileiras, de 2015 e da pandemia –, enquanto a sociedade assiste a transformação do Estado Democrático de Direito em um Estado (anti)Democrático das Finanças.

Referências bibliográficas

- Bonizzi, B.; Powell, J. (2019). Subordinate Financialization in Emerging Capitalist Economies. *Greenwich Paper in Political Economy*. n. 69.
- Bruno, M.; Caffé, R. (2017). Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. *Economia e Sociedade* 26. SPE: 1025-1062.
- Carvalho, L. (2018). Valsa brasileira: do boom ao caos econômico. São Paulo, Todavia, 1ª edição. 192 p. São Paulo.
- Dowbor, L. (2017). *A era do capital improdutivo*. São Paulo: Autonomia Literária, 2017.
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the World Economy*. Cp. 1. Cheltenham and Northampton, Edward Elgar.
- Karwowski, E.; Stockhammer, E. (2017). Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies. *Economic and Political Studies*, v. 5, n. 1, p. 60-86.
- Lavinas, L.; Araujo, E.; Bruno, M. (2019). Brazil: from Eliticized- to Mass-Based Financialization. *Revue de la régulation* [Online], 25 | 1er semestre/spring 2019.
- Marquetti, A.; Hoff, C.; Miebach, A. (2016). Lucratividade e distribuição: a origem econômica da crise brasileira. *Texto para Debate. Departamento de Economia, PUCRS*, out. 2016.
- Paulani, L. M. (2017). Não há saída sem a revisão da financeirização. *SciELO*, v. 31, n. 89, 2017. Artigo disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142017000100029. Acesso: 18 de mar. 2020.
- Polanyi, K. (1944) *A Grande Transformação: As origens da nossa época*. 9ª ed, Ed. Campus, RJ Tradução de “The Great Transformation”, publicado, originalmente por Reinhart & Company.
- Streeck, W. (2019). *Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático*. Boitempo Editorial, 2019.



O PÓS-PANDEMIA: UMA NOTA SOBRE A ESTAGNAÇÃO DA PRODUTIVIDADE

Mariana Finello Correa
Doutoranda da UFF e pesquisadora do FINDE/UFF

Carmem Feijo
Professora Titular da UFF e pesquisadora CNPq

ÍNDICE

E quando passar a pandemia, como será nossa retomada do crescimento? É de se esperar que 2021 mostre crescimento positivo comparado com a queda prevista no PIB em 2020. Porém, qual será o fôlego da retomada? Depende, em grande medida, do comportamento da produtividade, cujas taxas de crescimento nos últimos anos têm sido pírias. O baixo crescimento da produtividade é fruto tanto de fatores atuando pelo lado da demanda, como a baixa taxa de investimento líquido em formação de capital, como de fatores atuando pelo lado da oferta, como a perda de participação da indústria manufatureira na matriz produtiva do país e a crescente especialização na oferta de produtos de baixo grau de sofisticação tecnológica. Portanto, o prognóstico de um período prolongado de baixas taxas de crescimento do PIB e da produtividade, uma vez superada a crise sanitária, se pauta, por um lado, pela dificuldade em se antever uma retomada do crescimento do investimento produtivo num contexto de políticas macroeconômicas de austeridade fiscal e, por outro, pelo avanço do processo de desindustrialização.

A literatura estruturalista apresenta uma longa tradição de modelos teóricos de crescimento em que a interação de fatores relacionados à demanda e à oferta explicam a taxa de crescimento do produto e da produtividade no longo prazo. Através da observação de fatos estilizados, a literatura descreve como se dá o processo de crescimento com mudança estrutural para explicar porque economias crescem a diferentes ritmos. Destacamos dois fatos estilizados. O primeiro, descreve o início do processo de industrialização e se refere ao movimento pelo qual os recursos produtivos, principalmente a mão-de-obra, são gradualmente

realocados do setor agrário tradicional e de baixa produtividade para o setor industrial moderno, que apresenta maior dotação de capital por trabalhador e com maiores ligações para frente e para trás com outros setores da economia. Assim, o processo de industrialização ocorre por meio de uma mudança estrutural em direção a segmentos mais produtivos e tecnologicamente sofisticados.

Um segundo fato estilizado identifica que o setor manufatureiro, pela presença mais forte de economias de escala estáticas e dinâmicas, impulsiona e sustenta o aumento das taxas médias de produtividade na economia como um todo. À medida que a estrutura produtiva evolui no sentido de se tornar mais complexa e diversificada, com maior interação entre as várias indústrias, os ganhos de produtividade em setores mais dinâmicos, ou seja, a indústria de transformação e os serviços a ela associados, vão se espalhar para outros setores, aumentando o potencial de crescimento da economia. Assim, uma economia complexa e diversificada deve apresentar taxas de crescimento da produtividade mais elevadas do que economias com estruturas produtivas menos complexas na produção de bens e serviços de baixo conteúdo tecnológico. O motor da mudança estrutural é a acumulação de capital que se verifica através da taxa de investimento. Nesse sentido, à medida em que a demanda agregada se expande puxada pelo investimento, maior deve ser o impacto sobre a modernização da estrutura produtiva. Se a sustentação do investimento se dá por tempo suficiente para promover a diversificação da estrutura produtiva, maior será o incremento na produtividade da economia. É a integração virtuosa entre os fatores de oferta – alocação de recursos em setores com maiores economias de escala - e de demanda – maior dinamismo dos



componentes autônomos de demanda agregada - que tornam o crescimento e o desenvolvimento econômico sustentáveis.

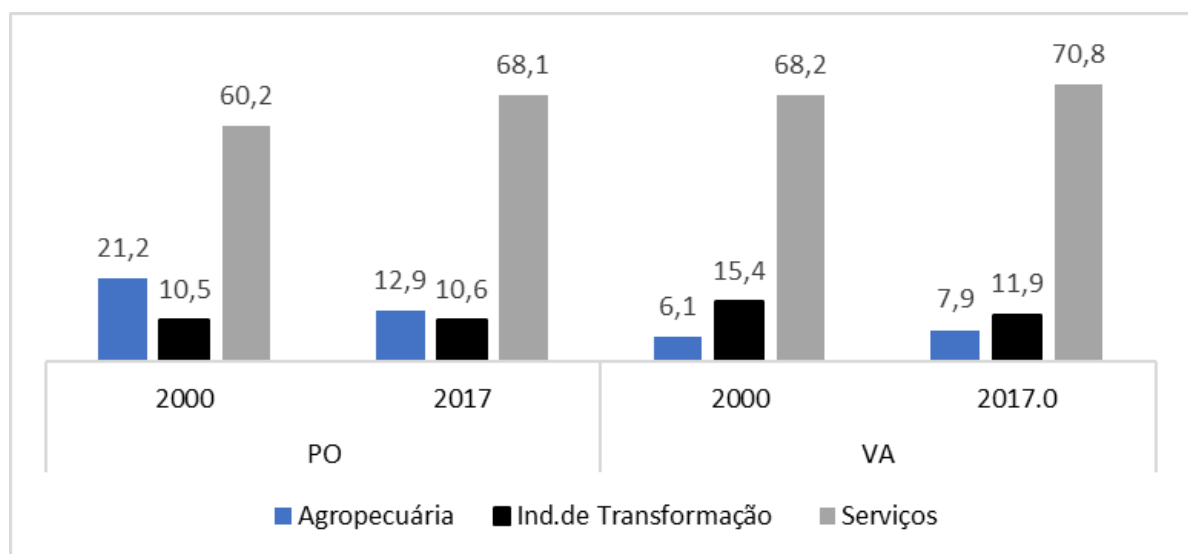
Os dois fatos estilizados permitem identificar uma situação de desindustrialização, ou seja, onde uma mudança na estrutura produtiva pode levar a um declínio da importância do setor manufatureiro para impulsionar o crescimento da produtividade da economia. Nesse caso, deve-se observar a migração da mão-de-obra para setores de menor produtividade e a economia perde sua tração estrutural para continuar crescendo com ganhos de produtividade positivos e sustentáveis no longo prazo. As ligações para frente e para trás enfraquecem. Quando a perda relativa de importância do setor manufatureiro ocorre antes que a economia alcance o estágio de exploração plena dos ganhos de escala proporcionados pela dinâmica do setor de transformação industrial, o crescimento da economia é relativamente menor ao de economias em processo de mudança estrutural na direção de incorporação de setores mais sofisticados tecnologicamente. Se, por outro lado, a política macroeconômica não criar um ambiente propício para estimular o investimento em ativo fixo, o cenário provável é de uma

regressão na estrutura produtiva e a economia passar por um longo período de baixo crescimento e estagnação.

Este parece ser o caso da economia brasileira que vem enfrentando um retrocesso tecnológico dada a perda precoce de importância da manufatura no PIB e também tem apresentado um fraco desempenho do investimento e consequentemente da produtividade.¹

O Gráfico 1, ilustra como variou a participação percentual em termos de emprego e valor adicionado de grandes setores de atividade entre 2000 e 2017. Em termos de valor, ganham peso a agropecuária e o setor de serviços enquanto a indústria de transformação, a de maior importância no agregado total da indústria, perde 3,5 pontos percentuais no total do valor adicionado. A participação percentual das ocupações mostra estabilidade no emprego na manufatura e acentuada queda na agropecuária (passa de 21,2% em 2000 para 12,9% em 2017 do total das ocupações) que é em parte compensada pelo aumento do emprego no setor de serviços (que passa de 60,2% em 2000 para 68,1% em 2017). Ou seja, a migração da mão-de-obra do

Gráfico 1: Participação % das ocupações e do valor adicionado (VA) a preços de 1995 no total da economia: 2000 e 2017



Fonte: IBGE, Contas Nacionais Anuais (ocupações) e Contas Nacionais Trimestrais (valor adicionado).

¹ Ver Nassif et al (2015)



setor agropecuário foi absorvida em grande parte pelo setor de serviços, onde se concentram ocupações com baixa qualificação profissional. De fato, em 2017, os subsetores de comércio, atividades imobiliárias e outros serviços representavam 49,0% do valor adicionado do setor e 73,3% da mão-de obra empregada.

A própria composição da estrutura produtiva industrial se alterou nos anos 2000 e 2017 passando a se concentrar mais nas atividades de baixa e média-baixa intensidade tecnológica. Em 2017, 65,3% do valor adicionado da indústria de transformação se concentrava em atividades de baixa e média-baixa intensidade tecnológica, enquanto este percentual era de 62,8% em 2001.

O Gráfico 3 mostra a evolução do PIB e do investimento a partir de 2014. O destaque é para a taxa de variação da formação bruta de capital fixo que caiu muito na recessão de 2015-2016 e não mostrou recuperação até antes da pandemia (2019). Tal desempenho do investimento pode ser diretamente associado às políticas de ajuste fiscal, que apesar do avanço das reformas liberalizantes, não haviam restaurado, até 2019, o clima de confiança para a retomada forte do investimento em ativo fixo. Estudo recente do IPEA sobre a evolução do estoque de capital da

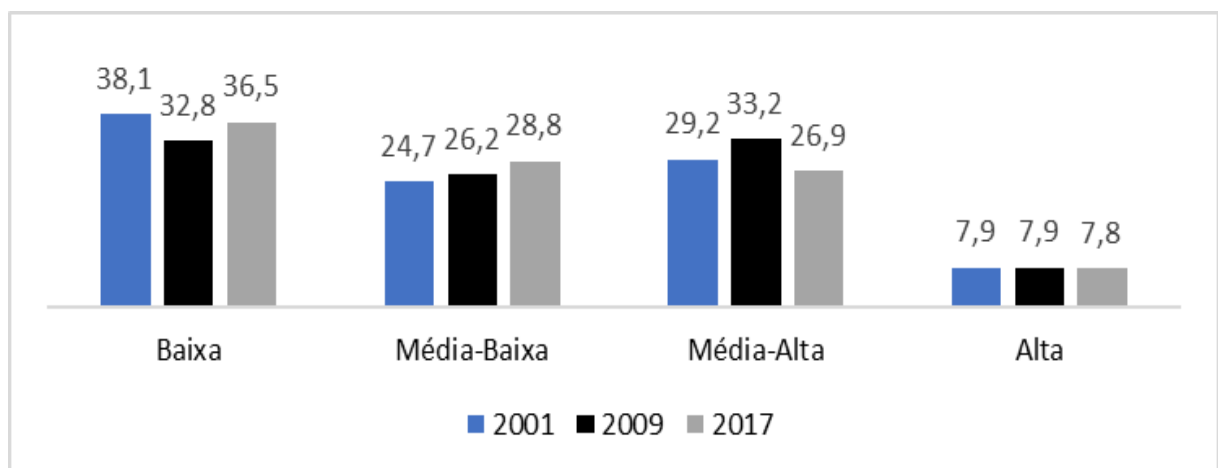
economia brasileira mostra um quadro mais dramático: o investimento líquido mensal é decrescente desde 2014, ficando negativo de junho de 2016 até dezembro de 2019.

Em suma, a dinâmica da estrutura produtiva impacta diretamente na dinâmica da produtividade como veremos a seguir, ou seja, os efeitos do crescimento econômico sobre a variação da produtividade dependem do poder de encadeamento dos setores que lideram o crescimento. À medida em que o setor mais dinâmico da economia perde espaço na estrutura produtiva e enfraquece sua capacidade de tração dos demais setores, o crescimento da produtividade é baixo com tendência à estagnação. Se o investimento em capital não é suficientemente dinâmico para promover a modernização, e a médio e longo prazo a diversificação produtiva, a perspectiva é de estagnação econômica.

O desempenho da produtividade: agregada e indústria de transformação

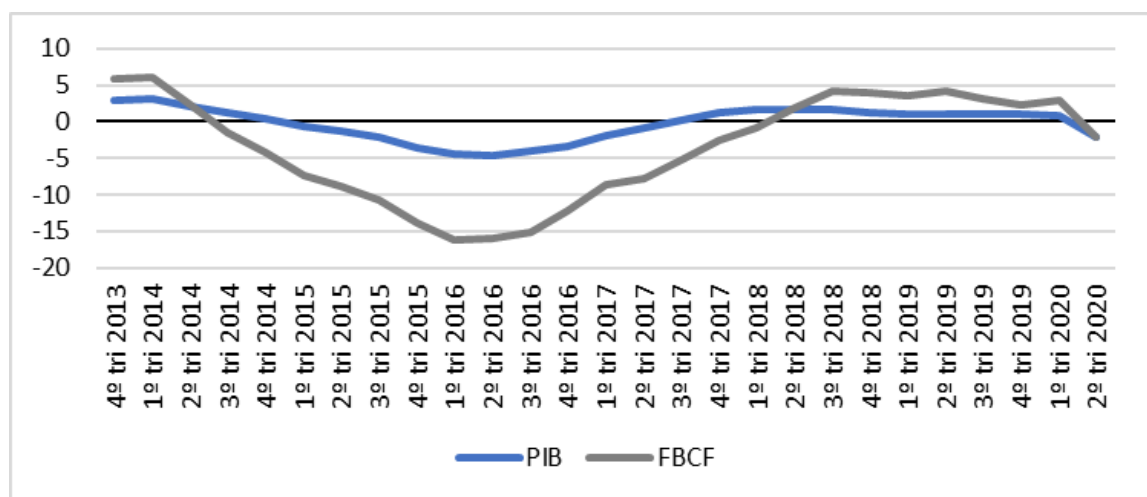
A produtividade do trabalho calculada pelas Contas Nacionais como o valor adicionado médio (valor adicional/população ocupada) registrou entre 2001 e 2017 uma taxa média anual

Gráfico 2: Participação % do valor adicionado da indústria de transformação por intensidade tecnológica – 2001-2009 e 2017



Fonte: IBGE, Contas Nacionais Anuais. Ver no apêndice distribuição dos setores por intensidade tecnológica



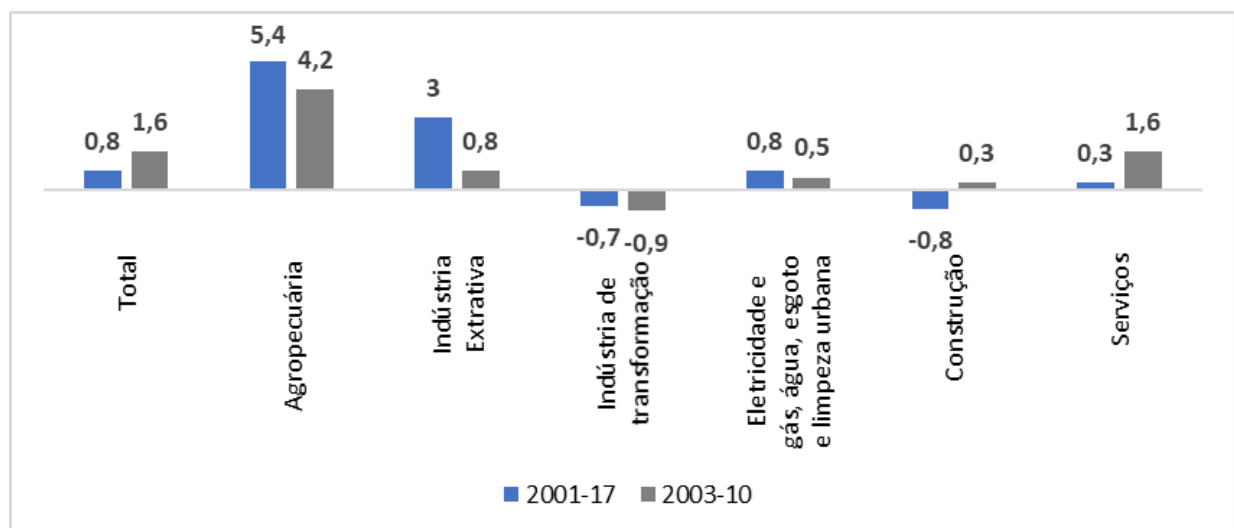
Gráfico 3: Taxas de crescimento do PIB e da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em 4 trimestres: 2013-2020

Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais

de crescimento real de apenas 0,8% a.a. No período do *boom* das commodities, de 2003-2010, quando a taxa de crescimento médio anual do PIB foi de 4,1% a.a., o crescimento médio da produtividade agregada foi o dobro, de 1,6% a. a. Na indústria de transformação, com crescimento médio do valor adicionado de 3,2% a. a. no mesmo período, a taxa de crescimento da produtividade foi negativo (-0,9% a.a). Para este setor, considerando o período de 2001-2017, o crescimento médio da produtividade também foi negativo (-0,7% a.a). O setor que mais se

destacou no período 2001-2017 foi a agropecuária, com uma taxa de crescimento média da produtividade de 5,5% a.a.

Quando se analisa a produtividade por setores de atividade da indústria de transformação, de um total de 29 setores, apenas 10 (totalizando 27,5% do total do valor adicionado da indústria de transformação em 2017) apresentaram taxa de crescimento médio anual da produtividade positivo, com destaque para a atividade de máquinas para escritório aparelhos e material

Gráfico 4 – Taxa média de crescimento real anual da produtividade por setores 2001-2017 e 2003-2010 (% a.a.)

Fonte: IBGE: Contas Nacionais Anuais



eletrônico e para duas atividades da indústria química (perfumaria, higiene e limpeza, e tintas, vernizes, esmaltes e lacas). (Tabela 1).

Um exercício de decomposição da variação do crescimento do produto médio explicita quais fatores explicam a variação da produtividade da economia e da indústria de transformação nos anos 2000 e 2010. Seguindo Bonelli (2002) e McMillan e Rodrik (2011), decompomos a variação da produtividade em dois componentes – estrutural e tecnológico, conforme expressão a seguir:

$$\frac{Y_t}{N_t} - \frac{Y_0}{N_0} = \sum a[i, t]. P[i, t] - \sum a[i, 0]. P[i, 0] \quad (2.1)$$

$$\sum a[i, t]. P[i, t] - \sum a[i, 0]. P[i, 0]$$

=

$$\sum P[i, t]. (a[i, t] - a[i, 0]) +$$

$$\sum a[i, 0]. (P[i, t] - P[i, 0]) \quad (2.1)$$

Efeito Estrutural/variação intersetorial

Efeito Tecnológico/variação intrasetorial

onde: Y é o valor adicionado, N a ocupação, $a[i, 0]$ e $a[i, t]$ são respectivamente a participação da ocupação do setor i no período 0 e t e $P[i, 0]$ e $P[i, t]$ o nível de produtividade setor i no período 0 e t .

O *efeito estrutural* mostra a variação na produtividade supondo os níveis de

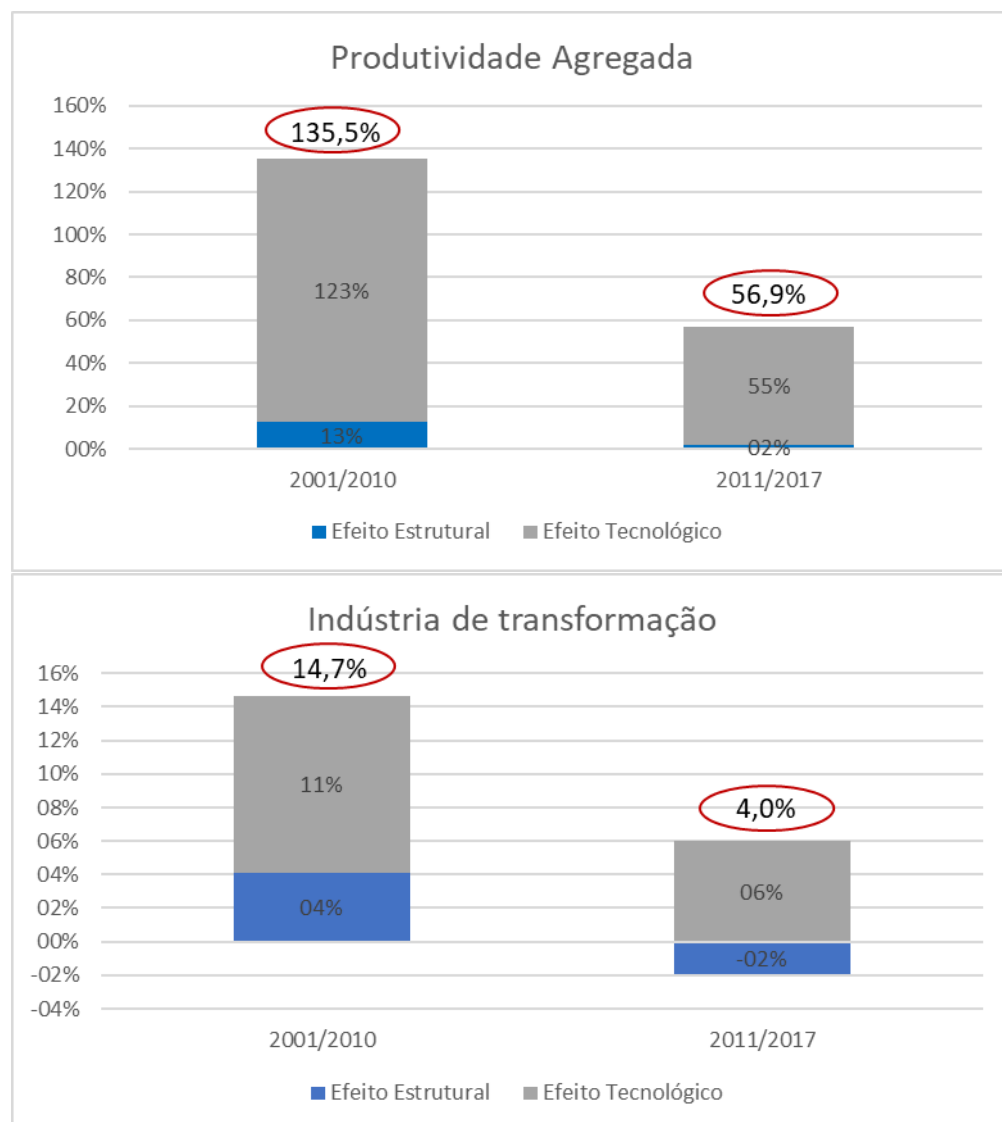
Tabela 1 - Taxa média de crescimento anual da produtividade por atividades de indústria de transformação – 2001-2017 (% a.a.)

Setor	2001-2017
Máquinas para escritório aparelhos e material eletrônico	3,5
Perfumaria, higiene e limpeza	1,6
Tintas, vernizes, esmaltes e lacas	1,5
Álcool	1,1
Produtos farmacêuticos	0,9
Celulose e produtos de papel	0,9
Produtos de madeira - exclusive móveis	0,6
Automóveis camionetas caminhões e ônibus	0,5
Móveis e produtos das indústrias diversas	0,4
Produtos de metal - exclusive máquinas e equipamentos	0,2
Metalurgia de metais não-ferrosos	-0,4
Eletrodomésticos e material elétrico	-0,7
Outros equipamentos de transporte	-0,7
Indústria de transformação	-0,7
Artefatos de couro e calçados	-0,8
Cimento e outros produtos de minerais não-metálicos	-0,9
Produtos químicos	-1,1
Fabricação de aço e derivados	-1,1
Jornais, revistas, discos	-1,2
Produtos do fumo	-1,4
Artigos de borracha e plástico	-1,6
Têxteis	-2,0
Alimentos e Bebidas	-2,0
Artigos do vestuário e acessórios	-2,0
Refino de petróleo e coque	-2,3
Fabricação de resina e elastômeros	-2,6
Máquinas e equipamentos inclusive manutenção e reparação	-2,7
Pecas e acessórios para veículos automotores	-2,7
Defensivos agrícolas	-2,9
Produtos e preparados químicos diversos	-3,7

Fonte: IBGE: Contas Nacionais Anuais. Elaboração própria.



Gráfico 5 – Decomposição da variação da produtividade em relação ao período inicial - 2001-2010 e 2011-2017 – (%)



Fonte: IBGE- Contas Nacionais Anuais. Elaboração própria.

produtividade constantes no período final (t), de maneira que a variação observada é resultado da alteração na estrutura de ocupações (efeito intersetorial). O *efeito tecnológico* capta a alteração na produtividade quando a participação da estrutura de ocupação se mantém constante no nível do período inicial (0), dessa forma a variação observada é resultado de ganhos de produtividade dentro dos setores e atividades (efeito intrasetorial).

A decomposição da variação da produtividade entre 2001 e 2017 para a economia brasileira mostra que o efeito tecnológico explica 92,3% da variação da produtividade e o efeito estrutural 7,7%, o que implica que o ganho de produtividade foi resultado de ganhos dentro de

cada setor e a mudança na estrutura de ocupação se deu principalmente para setores de baixa produtividade. Efetuando a mesma decomposição para a produtividade da indústria de transformação, o efeito tecnológico também é preponderante (90%).

O Gráfico 5 repete o mesmo exercício de decomposição da variação da produtividade para dois períodos - 2001-2010 e 2011 e 2017. Escolheu-se o ano 2010 como quebra, dado que a partir de 2011 a trajetória de crescimento do PIB se desacelera relativamente ao primeiro período: enquanto a taxa média anual do PIB foi de 3,7% entre 2001-2010, cai para 0,6% entre 2011-2017. Tanto a taxa de variação da produtividade agregada, como da indústria de transformação



desaceleraram pós-2011, e no caso da variação da produtividade da indústria de transformação o efeito estrutural contribuiu de forma negativa, devido ao avanço mais acentuado do processo de desindustrialização a partir dos anos 2010.

No estudo de McMillan e Rodrik (2011), os autores interpretam que uma economia em processo de *catching up* deveria registrar ganhos expressivos de produtividade via efeito estrutural.

Tabela 2 – Decomposição da variação da produtividade 2001-2017 - (%)

	Produtividade Agregada	Produtividade da indústria de transformação
Efeito Estrutural	7,7	10,0
Efeito Tecnológico	92,3	90,0
Efeito Total	100,0	100,0

Fonte: IBGE- Contas Nacionais Anuais. Elaboração e computação própria.

Neste caso, definem que a economia estaria numa trajetória de crescimento que denominam de *'growth enhancing'*. O caso onde a variação da produtividade é mais explicada pelo efeito tecnológico, definem uma trajetória *'growth reducing'*. Isto porque os ganhos de produtividade nos setores mais dinâmicos teriam um poder reduzido de disseminar seus ganhos para o resto da economia e sinalizaria que a economia estaria ficando defasada (*falling behind*) em relação as economias mais avançadas tecnologicamente. Pelas evidências dos exercícios de decomposição da produtividade, a economia brasileira não só está regredindo em termos de produtividade como sua perspectiva de crescimento está sendo reduzida por conta da especialização em atividades de menor intensidade tecnológica.

Em conclusão, uma vez superada a crise sanitária da Covid-19, é difícil ser otimista quanto ao potencial de crescimento da economia brasileira. Por um lado, o avanço acentuado da desindustrialização e a especialização na produção de bens de baixo valor agregado nos anos 2010 limita nossa capacidade de crescer tanto via mercado interno, pela deterioração na oferta de

postos de trabalho de qualidade, como via mercado externo, pela perda de participação em mercados dinâmicos externos. Por outro lado, na contramão do debate internacional sobre medidas de estímulo à economia para a retomada de crescimento pós pandemia, e mesmo das recomendações recentes do FMI (IMF, 2020), por exemplo, a política macroeconômica deve continuar pautada por medidas de austeridade fiscal, que passados meia década de implementação, não demonstraram resultado positivo. A quase estagnação da produtividade brasileira é um indicador síntese do retrocesso de nossa estrutura produtiva e de perda de nossa capacidade de sustentar elevadas taxas de crescimento da demanda agregada.

Referências:

- Bonelli, R. 2002. Labour productivity in Brazil in the 1990s, TD. 906, IPEA, Rio de Janeiro.
- IMF, 2020. Fiscal monitor: Policies for recovery, outubro, disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>
- Cavalcante, L. R. 2014. Classificações tecnológicas: uma sistematização; Nota Técnica no. 17, IPEA, disponível em http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5984/1/NT_n17_classificacoes.pdf.
- Souza Jr, J. R. de Castro; Cornélio, F. M. 2020. Estoque de capital fixo no Brasil, séries desagregadas anuais, trimestrais e mensais, TD 2580, IPEA, disponível em https://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=36589&Itemid=448.
- McMillan, M.S. and Rodrik, D. 2011. Globalization, structural change and productivity growth; NBER Working Paper Series 17143. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Nassif, A., Feijó, C., and Araújo, E. 2015. Structural change and economic development: is Brazil catching or falling behind?. *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39, no. 5: 1307-1332.



Classificação dos setores da indústria de transformação por intensidade tecnológica*

Baixa intensidade	Média baixa
<i>Alimentos e Bebidas</i>	<i>Refino de petróleo e coque</i>
<i>Produtos do fumo</i>	<i>Álcool</i>
<i>Têxteis</i>	<i>Artigos de borracha e plástico</i>
<i>Artigos do vestuário e acessórios</i>	<i>Cimento e outros produtos de minerais não-</i>
<i>Artefatos de couro e calçados</i>	<i>Fabricação de aço e derivados</i>
<i>Produtos de madeira - exclusive móveis</i>	<i>Metalurgia de metais não-ferrosos</i>
<i>Celulose e produtos de papel</i>	<i>Produtos de metal - exclusive máquinas e equi-</i>
<i>Jornais, revistas, discos</i>	<i>pamentos</i>

Média alta	Alta
<i>Produtos químicos</i>	<i>Produtos farmacêuticos</i>
<i>Fabricação de resina e elastômeros</i>	<i>Máquinas para escritório aparelhos e e material eletrônico</i>
<i>Defensivos agrícolas</i>	
<i>Perfumaria, higiene e limpeza</i>	
<i>Tintas, vernizes, esmaltes e lacas</i>	
<i>Produtos e preparados químicos diversos</i>	
<i>Máquinas e equipamentos inclusive manutenção e reparação</i>	
<i>Eletrodomésticos e material elétrico</i>	
<i>Automóveis camionetas caminhões e ônibus</i>	
<i>Pecas e acessórios para veículos automotores</i>	
<i>Outros equipamentos de transporte</i>	



SETE TESES EQUIVOCADAS SOBRE O TETO DE GASTOS

Luciano Luiz Manarin D'Agostini

Professor do Instituto Federal do Paraná e pesquisador do FINDE/UFF

ÍNDICE

A Emenda Constitucional n° 95/2016 (EC n° 95), conhecida como Teto dos Gastos, implantada e executada com base em um pensamento convencional com respeito à política fiscal e monetária, não consegue oferecer ao governo manobras de políticas fiscais contracíclicas à economia em ambiente depressivo como é o caso da economia brasileira. Neste sentido, momentos de transição podem ser possíveis, e devem ser marcados por ruptura do atual arcabouço, uma vez que o não funcionamento de regras fiscais, podem ser levados a entender que são necessários outros mecanismos que dão suporte para intervenções, no intuito de recuperar a economia.

O manifesto pela extinção da EC n° 95/2016, publicado na Folha de São Paulo em 21/08/2020, intitulado “*Teto de gastos, a âncora da estagnação brasileira e da crise social*”, acende o debate sobre a política fiscal, regras fiscais, intervenção do Estado em ambiente depressivo e seus impactos na economia brasileira.

O manifesto inicia com a crítica à narrativa dos apoiadores, ainda em 2015/2016, da EC n° 95/2016. Quando a EC n° 95/2016 foi aprovada, o discurso dos apoiadores do Teto dos Gastos era, segundo autores e signatários do manifesto (onde me enquadro) pela extinção do Teto dos Gastos, focada quase que exclusivamente no desequilíbrio fiscal do setor público, no desequilíbrio fiscal estrutural, onde a taxa de crescimento dos gastos primários do setor público era maior do que o crescimento do produto e ainda que o crescimento excessivo dos gastos públicos teria ensejado um aumento contínuo da carga tributária com o objetivo de garantir a sustentabilidade da dívida pública no

longo prazo. Além disto, os apoiadores da EC n° 95 defendiam que o crescimento contínuo da despesa primária e da carga tributária seria insustentável no longo prazo, o que levaria a uma “morte súbita” quase que imediata na economia, entre 2017 a 2019. Esta narrativa, ainda em 2015/2016, segundo autores e signatários do manifesto pela extinção da EC n° 95, levou a um consenso entre economistas ligados ao mercado financeiro, a mídia, parte significativa do setor industrial produtivo, e parte significativa da Câmara e Senado Federal a respeito da necessidade de incluir tal emenda na Constituição. Criticavam ainda as despesas primárias de cunho social, como o Programa Bolsa Família, que inibiam o fomento e apoio dos investimentos nos projetos produtivos da economia.

Lembre-se de passagem, que em 2015-2016, segundo Nelson Barbosa, ex-ministro da Fazenda e do Planejamento, em artigos intitulados “A queda do Teto Temer” e a “Folha da Faria Lima”, ambos publicados na Folha de São Paulo, comenta que no início do segundo mandato Dilma, o governo fez um forte ajuste fiscal (assume o erro de outro ministro), que derrubou o PIB. Isto reduziu as receitas públicas. Portanto não houve a ganância primária como os defensores da manutenção da EC n° 95 defendem. O que houve foi um choque de queda de receitas. E ainda, naquele momento, existia um montante considerável de juros para rolagem da dívida pública, enquanto a austeridade foi provocada. Nelson Barbosa comenta que era necessário fazer exatamente o contrário: déficit orçamentário para estabilização da economia.

A segunda crítica daqueles que assinaram o

¹ Ver D'Agostini (2020).



manifesto pela extinção da EC nº 95/2016, advém da taxa de crescimento populacional comparado com o congelamento do crescimento real das despesas primárias, dada a inflação. Neste contexto o gasto real público per capita seria reduzido ao longo dos 20 anos seguintes. Em especial gastos reais per capita com educação, saúde, moradia, segurança e saneamento se reduziriam, ampliando a desigualdade social e deixaria a população à mercê de uma “*crise social*” porque o Teto dos Gastos e a não intervenção do Estado na economia, de uma maneira incisiva, deixaria o país na continuidade da estagnação brasileira secular.

...o programa de transferência de renda, como o auxílio emergencial, e a manutenção com reinclusão de beneficiários do Bolsa Família, foi até agora, o mais amplo programa de transferência de renda do país, evitou um colapso social e econômico ainda maior de uma economia de diagnóstico depressiva.

A terceira crítica com respeito a manutenção da EC nº 95/2016 é que parte significativa das despesas primárias da união são basicamente contas de recursos humanos, os servidores públicos, estes que seriam mais uma vez afetados, assim como a sociedade que, através da Constituição de 1988, possui direitos sociais garantidos pelo Estado. O não aumento do número de servidores públicos pelo menos com parametrização na taxa de crescimento populacional, reduziria a oferta de serviços públicos per capita, o que pioraria as condições de atendimento ao cidadão, principalmente os mais pobres.

A quarta crítica diz respeito a notoriedade da falta de orçamento público para investimento, este que segundo a literatura pós-keynesiana e uma série de evidências empíricas, gera um efeito multiplicador na economia, e que ajuda a viabilizar a retomada do crescimento econômico e geração do emprego.

A quinta crítica diz respeito a relação entre a EC nº 95 e as políticas públicas durante a pandemia do COVID-19 e das políticas públicas pós

pandemia do COVID-19. O texto evidencia que o programa de transferência de renda, como o auxílio emergencial, e a manutenção com reinclusão de beneficiários do Bolsa Família, foi até agora, o mais amplo programa de transferência de renda do país, evitou um colapso social e econômico ainda maior de uma economia de diagnóstico depressiva. Estes movimentos por parte do governo, evidenciará um déficit primário inédito e aumento da dívida pública sobre o PIB.

A sexta crítica diz respeito ao aumento da dívida pública sobre o PIB. Neste contexto os defensores da continuidade do Teto dos Gastos² assinam que o governo precisa continuar cortando gastos primários, essencial à sociedade, para que o Teto dos Gastos seja cumprido. E ainda afirmam

que caso o Teto dos Gastos não seja cumprido, a inflação, o risco-país e os juros sobem. Pois bem, aqui é importante notar a estrutura da dívida pública brasileira, notoriamente com valor de face denominada em moeda nacional soberana, o Real, é retida atualmente, em sua grande maioria, por residentes, e que sua denominação em moeda difere de outros países. No Brasil, existe uma enorme vantagem de coordenar política econômica monetária e fiscal, dado que o Banco Central e Tesouro Nacional tem ligações contábeis importantes, uma vez que a dívida está denominada em moeda local. E dependendo da regra imposta entre Banco Central e Tesouro, a solução pode ser simples do ponto de vista de não calote ou não moratória. Aqui, na minha opinião, a alternativa seria implementar pressupostos da Moderna Teoria da Moeda, dado que existe muita capacidade ociosa da economia, algo como 30%, existe um recorde histórico do hiato do produto, uma demanda efetiva reprimida brutal, numa economia com diagnóstico depressivo, com alto índice de desemprego,

¹² Folha de São Paulo (2020b), intitulado “É preciso rebaixar o piso de gastos para que o teto não colapse”.



desalentados e afins. Portanto, a ação do Banco Central, por exemplo, seria zerar a taxa de juros Selic de curto prazo, controlar a curva de juros longa, operar instantaneamente como financiador do Tesouro Nacional e injetando moeda diretamente em infraestrutura.

A sétima crítica diz respeito ao discurso “falacioso” daqueles que defendem a manutenção do Teto dos Gastos, sobre a relação do controle da dívida com os investidores do mercado financeiro e suas percepções com respeito à economia. Diz o documento *“O retorno da austeridade fiscal em 2021, propugnado sem constrangimentos pelo mercado financeiro (defensores da manutenção do Teto de Gastos), significará a maior contração fiscal da história do Brasil, pois promoverá uma redução no gasto primário como proporção do PIB de 27% para 19% num período de 12 meses”*. E ainda o documento comenta que *“Tal contração fiscal, no contexto de uma economia com enormes níveis de ociosidade, com um PIB ao final deste ano pelo menos 10% inferior ao registrado em 2013, levará a um novo mergulho recessivo com aumento da desigualdade na distribuição de renda, com consequências sociais e econômicas imprevisíveis”*.

Em meio a pressões para flexibilizar regras fiscais e ampliar os investimentos públicos, encabeçados por partidos de oposição, tramitou no Senado a PEC nº 27/2020 para suspender por dois anos o teto do gasto público, mas a mesma foi retirada ainda em agosto pelos autores. Na proposta, justificam que as condições sociais e econômicas mudaram drasticamente em relação a 2016, quando o teto dos gastos foi instituído. E alegam também que vários países desenvolvidos e em desenvolvimento foram obrigados a adotar medidas para estimular a atividade econômica, algo que “o Brasil fez, mas precisa fazer mais”. Segundo estes autores, “Só estamos sendo práticos” e que “é fundamental criar mecanismos para tentar reconstituir a economia e o Estado brasileiro fora da pandemia”.

Também, tramita no Senado, a PEC nº 36/2020. Como ementa, altera o artigo nº 165 da Constituição Federal e os artigos nº 107 e nº 110 do Ato das Disposições Constitucionais

Transitórias (ADCT). Acrescenta o artigo nº 115 ao ADCT, bem como revoga o inciso III do artigo nº 167 da Constituição Federal e a Emenda Constitucional nº 95/2016. Em resumo, a PEC nº 36/2020 determina que a lei do plano plurianual estabeleça as metas da administração pública federal para despesas primárias. Exclui determinadas despesas do teto de gastos nos anos de 2021 e 2022, a fim de induzir a recuperação da economia e reduzir os impactos sociais da crise. Prevê que o Poder Executivo encaminhe projeto de lei que garanta renda para pessoas em situação de vulnerabilidade. Dispõe sobre as aplicações mínimas em ações e serviços públicos de saúde e em manutenção e desenvolvimento do ensino. Revoga, a partir de 2023, a regra de ouro e o teto de gastos.

Oreiro e Lara (2020), em matéria publicada no site poder 360, sob o título: “Teto de gastos tem de ser aperfeiçoado para ser fiscal e socialmente crível”, descrevem uma Tabela com diversos países, relacionando a base institucional e o resumo da regra para limitar o crescimento das despesas públicas, dados estes extraídos do Fundo Monetário Internacional. Nesta tabela os autores verificam que *“poucos países colocaram regras que limitam a despesa pública em sua Constituição – basicamente Dinamarca e Lituânia, o primeiro com teto flexível a ser definido a cada 4 anos e o último com crescimento real positivo das despesas. Nenhum país delimitou crescimento real das despesas em 0% por tanto tempo conforme a regra do teto de gastos (do Brasil) pretende”*. Argumentam os autores que *“os defensores dessa suposta alternativa (de manter o teto de gastos) se esquecem do debate sobre política fiscal nos países desenvolvidos, onde, ao contrário, a tônica tem sido a necessidade de continuar com estímulos fiscais para manter a atividade econômica, por intermédio, por exemplo, do investimento público na descarbonização da economia”*.

Existem também os ex-defensores do Teto dos Gastos, que agora em 2020, refutam tal ideia. Armínio Fraga, ex-Presidente do Banco Central, é um deles. Admite que *“desde o início que o teto não foi feito para durar dez anos, (...) trouxe regras muito draconianas, mas, ao mesmo tempo, não vai conseguir resistir por mais muitos anos”*²³

Outro economista que critica a manutenção do Teto dos Gastos, mesmo que há anos atrás tenha



defendido o equilíbrio das contas públicas, é André Lara Resende. Ele questiona o dogmatismo fiscal, a ideia de que independentemente da situação, é sempre preciso dar prioridade ao equacionamento das contas públicas⁴. Segundo ele, por causa da pandemia, *"no mundo, o dogmatismo fiscal cedeu a uma prática realista, mas curiosamente, no Brasil, não"*. Defende que *"a discussão sobre teto de gastos precisa ser entendida como questão política"*. Portanto, *"permitir que o Estado gaste durante a pandemia e depois da pandemia fortalece o governo do momento"*. Embora o teto que limita os gastos do governo seja defendido como uma *"posição racional, de racionalidade não tem nada"*. Afirma que *"há uma insistência, e não apenas do governo, de que o Estado não pode gastar"*. E ainda que *"O teto de gastos é algo completamente inviável"*. Foi *"uma restrição imposta em um momento que fazia sentido, mas hoje é inviável"*. Por fim afirma que a equipe econômica do governo se viu em um caso de *"dissonância cognitiva"* porque defendem a manutenção do teto dos gastos em ambiente de pandemia⁵. Reforça a ideia que o Estado não pode gastar mal e que isto não é aceitável, mas *"a solução não é asfixiá-lo e eliminá-lo, porque isto é uma visão suicida"*.

Ademaas, Raul Velloso⁶, comenta que *"O teto nasceu morto, porque ele é muito difícil de aplicar"*. E ainda: *"Como despesas obrigatórias dependem, na maioria das vezes, até de mudanças constitucionais para serem ajustadas, o único jeito é ajustar as despesas discricionárias. Mas chega uma hora em que o investimento desaparece, acaba, e aí [o teto] vai ser descumprido de qualquer maneira"*.

É notório que, mesmo antes da pandemia do COVID-19, a EC n° 95, apresentava-se como um mecanismo inibidor para o governo praticar política fiscal anticíclica para acomodação de choques adversos, principalmente porque o investimento público paralisou. E ficou mais

evidente com a crise sanitária do COVID-19, em 2020. De forma emergencial, o governo aumentou suas despesas e teve que gastar muito mais do que o Teto dos Gastos para combater à pandemia. E para o aumento das despesas ocorrer, o Estado teve que decretar calamidade pública, esta que, por enquanto, vigora até 31 de dezembro de 2020 e que ainda pode ser postergada para 2021. Existem falhas genéticas da EC n° 95, que são as *"7 teses equivocadas sobre o Teto de Gastos"*, expostas neste manuscrito. São falhas profundas que, por hora, como a EC n° 95 não está extinta (defendo que isto ocorra) e nem flexibilizada, continuarão a gerar consequências negativas à economia brasileira e a sociedade quando o estado de calamidade pública terminar. É algo que já está comprado para os próximos anos. A manutenção da EC n° 95, combinada com agenda de reformas ultraliberais, como a PEC Emergencial, a Reforma Administrativa, o Pacto Federativo, a Agenda de Privatizações e a Agenda antiambiental, dará continuidade à profunda crise do mercado de trabalho, queda de renda per capita, alto endividamento e comprometimento da renda das famílias, esgotamento e sucateamento dos setores de saúde e educação. Déficits fiscais devem ser vistos como indispensáveis para evitar a continuidade da depressão econômica, uma vez que este é o diagnóstico da economia brasileira. Por hora, o país possui apenas políticas fiscais e sociais pífias que só farão o Brasil manter-se no estado de depressão econômica, sem vistas para a recuperação dos níveis de emprego e renda observadas no período pré-crise, esta que iniciou com a crise institucional política em 2015-2016 e foi aprofundada pela crise do COVID19 no ano de 2020.

Referências

Barbosa, N. 2020. A Queda do Teto Temer.

³ Infomoney (2020), ver em: <https://www.infomoney.com.br/economia/atento-a-tempestade-perfeita-no-pais-arminio-fraga-defende-mudanca-de-rota-e-planejamento-de-mais-longo-prazo/>

⁴ Valor Econômico (2020), ver em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/08/15/discusso-sobre-teto-de-gastos-precisa-ser-entendida-como-questo-politica-diz-lara-resende.ghtml>

⁵ Ver Correio Braziliense (2020), ver em: <https://www.correiobraziliense.com.br/economia/2020/10/4879679-e-uma-irresponsabilidade-furar-o-teto-diz-guedes.html>

⁶ Valor Econômico (2020), ver em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/08/15/discusso-sobre-teto-de-gastos-precisa-ser-entendida-como-questo-politica-diz-lara-resende.ghtml>



Folha de São Paulo, 24/09/2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2020/09/a-queda-do-teto-temer.shtml>

Barbosa, N. 2020. A Folha da Faria Lima. Folha de São Paulo, 25/08/2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/08/a-folha-da-faria-lima.shtml>

Casa Civil da Presidência da República. 1988. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Diário Oficial da União, 05/10/1988, p.1. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm

Casa Civil da Presidência da República. 2015. O Novo Regime Fiscal. Emenda Constitucional n.º 86. Diário Oficial da União, 18/03/2015, p.1. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc86.htm

Casa Civil da Presidência da República. 2016. O Novo Regime Fiscal. Emenda Constitucional n.º 95. Diário Oficial da União, 16 /12/ 2016, p. 2. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm

Correio Braziliense. É uma irresponsabilidade furar o teto, diz Guedes. Publicado em 02/10/2020. Disponível em: <https://www.correiobraziliense.com.br/economia/2020/10/4879679-e-uma-irresponsabilidade-furar-o-teto-diz-guedes.html>

D'Agostini, L. L. M. 2020. "Por quê o Brasil encontra-se em Depressão Econômica? Sugestões de políticas econômicas e sociais durante a pandemia e pós-pandemia para a retomada do crescimento econômico e emprego". In: Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE). 2020. Perspectivas econômicas pós-pandemia. Boletim Finde, julho, n° 02, p.72. Universidade Federal Fluminense. Disponível em: <http://financeirizacaoedesarvolvimento.uff.br/boletim-n-2/>

Folha de São Paulo. 2020a. É preciso rebaixar o

piso de gastos para que o teto não colapse. Publicado em 16/08/2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/08/teto-de-gastos-a-ancora-da-estagnacao-brasileira-e-da-crise-social.shtml>

Folha de São Paulo. 2020b. Teto de gastos, a âncora da estagnação brasileira e da crise social: profissionais que trabalham com economia assinam manifesto pela extinção da Emenda Constitucional n° 95. Publicado em 21/08/2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/08/teto-de-gastos-a-ancora-da-estagnacao-brasileira-e-da-crise-social.shtml>

Infomoney. 2020. Atento à “tempestade perfeita” no país, Arminio Fraga defende mudança de rota e planejamento de mais longo prazo. Publicado em 30/04/2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/economia/atento-a-tempestade-perfeita-no-pais-arminio-fraga-defende-mudanca-de-rota-e-planejamento-de-mais-longo-prazo/>

Oreiro, J. L.C; Ferreira Filho, H. L. 2020. Teto de gastos tem de ser aperfeiçoado para ser fiscal e socialmente crível. Publicado em 27/08/2020. Disponível em: <https://www.poder360.com.br/opiniao/economia/teto-de-gastos-tem-de-ser-aperfeicoado-para-ser-fiscal-e-socialmente-credivel/>

Senado Federal. 2020. Proposta de Emenda à Constituição n° 27, de 2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/143902>

Senado Federal. 2020. Proposta de Emenda à Constituição n° 36, de 2020. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/144893>

Valor Econômico. 2020. Discussão sobre teto de gastos precisa ser entendida como questão política, diz Lara Resende. Publicado em 28/08/2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/08/15/discusso-sobre-teto-de-gastos-precisa-ser-entendida-como-questao-politica-diz-lara-resende.ghtml>



A ATUAÇÃO CONTRACÍCLICA DAS AUTORIDADES ECONÔMICAS BRASILEIRAS NAS CRISES DO SUBPRIME (2007/2008) E DO COVID-19 (2020): TEORIAS E EVIDÊNCIAS

Eliane Araújo

Professora do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá, pesquisadora do CNPq e do FINDE/UFF

Elisangela Araujo

Professora do Departamento de Economia da Universidade Estadual de Maringá pesquisadora do FINDE/UFF

Fernando Ferrari Filho

Professor Titular Aposentado da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e pesquisador do CNPq

ÍNDICE

Com o avanço do processo de globalização econômica na década de 1990, isto é, aumento da mobilidade internacional do comércio e, principalmente, do capital e desregulamentação dos mercados financeiros, a economia mundial enfrentou diversas crises econômicas, dentre as quais a mais dramática foi a crise financeira internacional (CFI) de 2007-2008, cuja consequência foi a Grande Recessão (GR) de 2009.¹ Mais recentemente, a pandemia do Covid-19 causou a maior recessão da história econômica mundial, incluindo efeitos sobre os mercados financeiros e preços dos ativos e das *commodities*, devido aos processos de *lockdown*.

Os efeitos das referidas crises não foram neutros em termos econômicos e sociais, principalmente porque ambas alteraram substancialmente o processo dinâmico da economia mundial, representando um importante ponto de inflexão, qual seja: os governos dos países do G7 e dos países emergentes responderam à CFI e à Covid-19 com a utilização massiva de políticas fiscais e monetárias contracíclicas.

Na *The General Theory of Employment, Interest and Money*, doravante GT, Keynes (2007) mostra que em uma economia monetária as flutuações na demanda efetiva e no nível de emprego ocorrem porque, em um mundo onde o futuro é incerto e desconhecido, os agentes econômicos preferem reter moeda e, conseqüentemente, suas decisões de gastos – seja em consumo, sejam em

investimento – são postergadas. Em outras palavras, os agentes econômicos preferem reter moeda como uma espécie de salvaguarda contra a incerteza gerada por seu conhecimento precário sobre os rendimentos esperados de seus planos de consumo e produção. Esta situação ocorreu durante a CFI e a pandemia do Covid-19, e, por isso, políticas macroeconômicas keynesianas, tanto na concepção quanto na prática, foram implementadas com o objetivo de mitigar os impactos das referidas crises na atividade econômica.

Assim, em 2009 e 2020, os formuladores de políticas adotaram políticas macroeconômicas contracíclicas de modo a (i) operacionalizar políticas fiscais destinadas a estimular a demanda efetiva e reduzir as desigualdades sociais, (ii) flexibilizar a política monetária para galvanizar os níveis de consumo e investimento e (iii) coordenar e regular os mercados financeiros e cambiais para estabilizar os fluxos de capitais e as taxas de câmbio. Em suma, seguindo Minsky (2008), em períodos de crise é necessária intervenção e regulação do Estado por meio dos *Big Government* e *Big Bank*.

Em linha com esta análise, no Brasil e em outros países do mundo, a intervenção do Estado no enfrentamento destas crises tem despertado um debate oportuno em torno de quais políticas econômicas devem ser priorizadas e o que

¹ É importante mencionar que a CFI ocorreu após um período de prosperidade na economia mundial, entre 2003 e 2007. Segundo o IMF (2020a), as taxas de crescimento em 2009 dos Estados Unidos, da Área do Euro e do Japão foram, respectivamente, -2,4%, -4,0% e -5,1%. Além disso, conforme a WTO (2020), o volume do comércio mundial encolheu 12,0% naquele ano.



esperar dos seus resultados. Tal situação nos remete, por um lado, para as lições de Keynes acerca da centralidade do intervencionismo estatal nos momentos de crise, em particular, do uso das políticas monetárias e fiscal para conduzir as expectativas em um contexto de incertezas, e, por outro lado, para o contraexemplo da economia brasileira, cuja agenda de austeridade, em curso desde 2015, implica efeitos prolongados de estagnação.

Diante disso, o objetivo deste artigo é analisar as políticas econômicas contracíclicas, mais especificamente as políticas fiscal e monetária, implementadas pelas Autoridades Econômicas Brasileiras (AEBs) em resposta à CFI e à pandemia do COVID-19, bem como avaliar, em termos empíricos, os efeitos das referidas políticas em diferentes contextos – isto é, de expansão e de crise. A ideia básica é a de que, pressupondo-se a existência de uma não linearidade na relação entre crescimento e as políticas monetária e fiscal, se reforça ainda mais a importância de serem adotadas medidas contracíclicas efetivas em momentos de crise, de modo a propiciar a retomada mais rápida da atividade econômica.

Para atingir o objetivo proposto, o artigo está organizado em quatro seções, além desta introdução. A seção 2 apresenta as políticas macroeconômicas keynesianas, a seção 3 discute as políticas contracíclicas implementadas no Brasil durante a CFI e a pandemia do COVID-19 e a seção 4 avalia, empiricamente, os efeitos de choques na política fiscal e monetária na economia brasileira no período 1996-2019. Nossos principais resultados sugerem que os efeitos das políticas monetárias e fiscais são mais pronunciados em contextos recessivos do que em situação de normalidade, asseverando a centralidade do ativismo da política monetária e,

principalmente, da política fiscal na reversão do cenário de incertezas, como sustenta a macroeconomia keynesiana.

2. As políticas macroeconômicas keynesianas²

Na teoria keynesiana o sistema econômico é determinado pela demanda e o investimento é a

Esta situação ocorreu durante a crise financeira de 2007-2008 e a pandemia do Covid-19, e, por isso, políticas macroeconômicas keynesianas, tanto na concepção quanto na prática, foram implementadas com o objetivo de mitigar os impactos das referidas crises na atividade econômica.

variável-chave para dinamizar sua trajetória. Por sua vez, os empreendedores baseiam sua tomada de decisão de investimento nas expectativas sobre resultados de lucros futuros. Todavia, como as perspectivas de lucros futuros são incertas, a demanda por moeda torna-se preferível à realização de

bens de capital, evidenciando a preferência dos empresários pela liquidez. Assim, ocorre insuficiência de demanda efetiva que acaba reduzindo a atividade econômica, a ponto, inclusive, de em situações extremas, ocasionar recessão e desemprego.

Para evitar esse cenário, Keynes (2007: 379) afirma que *“the central controls necessary to [expand aggregate demand and] ensure full employment will, of course, involve a large extension of the traditional functions of the government”*. O principal componente desses controles centrais são as políticas macroeconômicas, uma vez que servem de âncora às expectativas dos empresários, sinalizando a tendência geral que o governo persegue, qual seja, a criação de um ambiente institucional favorável à expansão de demanda efetiva (FERRARI-FILHO & CONCEIÇÃO, 2005).

2.1. A política fiscal

A política fiscal tem impacto direto sobre a demanda agregada – mais especificamente sobre o consumo e o investimento – e constitui o principal instrumento de intervenção econômica do Estado. Ela está ancorada na política

² Esta seção é baseada em Arestis, Ferrari-Filho e Terra (2018).



tributária, por um lado, e nos gastos públicos, por outro lado.

A política tributária é a principal fonte de financiamento dos recursos públicos. Além disso, como apontou Keynes (1972), a política tributária também pode servir para aumentar a renda disponível, promovendo a expansão da demanda efetiva. Ela, também, pode ser utilizada para permitir a realocação da renda desigualmente distribuída, quer por meio do imposto sobre o rendimento, quer pelo imposto sobre a herança. Nesse particular, ao longo de seus escritos, Keynes, em vários momentos, propôs impostos sobre riqueza e de renda progressivos como meio de melhorar a distribuição de renda. Por exemplos, visando moderar os ganhos dos rentistas nos mercados financeiro e cambial, Keynes (1971: 55) argumentou que *“capital levy must surely be preferred on grounds both of expediency and of justice”*, enquanto em sua GT ele sugeriu um imposto sobre herança porque *“a fiscal policy of heavy death duties has the effect of increasing the community’s propensity to consume”* (KEYNES, 2007: 373).

Para Keynes (1980), a gestão do gasto público deve ser dividida em dois orçamentos: o ordinário ou corrente, e o de capital. O primeiro diz respeito aos recursos necessários à manutenção dos serviços básicos que o Estado presta à sua população, enquanto o segundo responde por despesas consideradas necessárias à estabilização automática dos ciclos econômicos. Embora Keynes (1980) acreditasse na importância dessas despesas ordinárias para fomentar a demanda efetiva, ele argumentou que o orçamento corrente deveria ser superavitário ou, pelo menos, equilibrado.

Diante disso, como a política fiscal contracíclica keynesiana seria articulada? Segundo Keynes, haveria uma série de regras a respeito da operação do orçamento de capital, tais como: (i) ele pode ser deficitária, mas, em geral, é necessário que os

superávits obtidos no orçamento corrente o financiem; (ii) os investimentos públicos de orçamento de capital não podem competir com os investimentos privados, mas devem ser complementares a eles (KEYNES, 1972); (iii) esses investimentos devem ser feitos por instituições públicas ou semipúblicas e devem ser normalmente relacionados a inversões sociais, que *“are [those] made by no one if the State does not make them”* (KEYNES, 1972: 291); e (iv) a política fiscal não seria apenas um instrumento de último recurso, mas funcionaria como um estabilizador automático da atividade econômica, contribuindo para a estabilidade dos investimentos de longo prazo.

Indo na mesma direção, Minsky (1986) argumentou que as deficiências de investimento privado precisariam ser equilibradas pelos gastos públicos, o que ele chamou de *Big Government*. Em suas palavras: *“Big Government must be big enough to ensure that swings in private investment lead to sufficient offsetting swings in the government’s deficit so that profits are stabilized.”* (MINSKY, 1986: 297). Ademais, Minsky (1986) acrescentou, como sugeriu Keynes (1972), que o orçamento público deve necessariamente ser equilibrado no médio ou longo prazo, principalmente porque o setor público necessita constantemente de financiamento privado que somente será concedido se os agentes econômicos considerarem que as receitas públicas são suficientes para responder pelos pagamentos financeiros do Estado.

Em resumo, para Keynes, a política fiscal tem as funções de sinalizar o crescimento econômico e a distribuição de renda, devendo ser operacionalizada continuamente para evitar flutuações de demanda agregada e de emprego.

2.2. A política monetária

Para Keynes, a política monetária deve ser conduzida por meio da gestão da taxa básica de

...para Keynes, a política fiscal tem as funções de sinalizar o crescimento econômico e a distribuição de renda, devendo ser operacionalizada continuamente para evitar flutuações de demanda agregada e de emprego.



juros da economia, cujo objetivo principal é promover o crescimento econômico. Ademais, ela possui quatro objetivos adicionais: (i) primeiro, ela visa manter a inflação sob controle, principalmente porque ela afeta as expectativas dos agentes econômicos, uma vez que desvaloriza a riqueza e estimula a preferência pela liquidez; (ii) em segundo lugar, de acordo com Arestis e Sawyer (2013), ela deve ser focada na estabilidade financeira; (iii) terceiro, ela supervisiona e controla a liquidez do sistema econômico. Isso significa que a política monetária deve evitar tanto a escassez quanto o excesso de liquidez. Além disso, ao controlar a liquidez, os bancos centrais atuam como prestamistas de última instância, evitando a falência de instituições financeiras e seus riscos de contágio financeiro; e (iv) por fim, a política monetária deve estabilizar a taxa de câmbio, principalmente porque seus movimentos têm uma grande influência não apenas nas expectativas, mas também nas posições financeiras e operacionais das empresas.

A política monetária possui diversos canais de transmissão, quais sejam: portfólio, crédito, patrimônio, taxa de câmbio e expectativas. O canal do portfólio é o mais importante para a transmissão da taxa de juros, devido ao seu impacto direto no custo de oportunidade do investimento. Seguindo a teoria de precificação de ativos de Keynes (2007: Capítulo 17), este canal atua em virtude de como os agentes econômicos e os bancos alocam suas carteiras tendo como base o retorno esperado dos ativos, o custo de carregá-los e a liquidez.

O segundo canal de transmissão é o canal de crédito, que produz seus efeitos por meio de como as instituições financeiras fixam a taxa de juros que cobram de seus clientes, que é um *mark-up* sobre a taxa de juros básica do banco central.

O terceiro mecanismo de transmissão é o canal de riqueza que depende do impacto que as mudanças nas taxas de juros têm sobre o preço de mercado dos ativos financeiros e do grau de sensibilidade das famílias em relação à taxa de juros que financia o consumo.

O quarto canal de transmissão é o efeito das mudanças nas taxas de juros por meio da taxa de câmbio. Além da variação esperada no nível da taxa de câmbio, o diferencial entre as taxas de juros internas e externas é a variável que os investimentos externos de capital buscam na decisão de quais ativos comprar. Assim, modificações da taxa de juros doméstica em relação às taxas de juros mundiais alteram os fluxos de capitais e, conseqüentemente, a taxa de câmbio, impactando conjuntamente o custo dos insumos, a atratividade externa da produção nacional e a posição financeira das empresas com passivos externos.

O último canal de transmissão da taxa de juros são as expectativas. Nesse particular, Keynes (2007: 197-198) apontou que é *“important to distinguish between the changes in the rate of interest which are due to changes in the supply of money [...] and those which are primarily due to changes in expectation affecting the liquidity function itself”*. Se as expectativas são tão estáveis quanto o necessário para a condução da política monetária, a diferença de julgamentos dos agentes econômicos sobre as taxas de juros futuras configuraria sua preferência pela liquidez em diferentes graus, motivando-os a negociar contratos de dívida. No entanto, a diversidade de expectativas individuais somente acontece se o banco central for capaz de manter um estado seguro de expectativas para a economia como um todo. Caso contrário, se o banco central fracassar nessa tentativa, as convenções do sistema financeiro seriam desorganizadas, levando as expectativas a uma forte preferência pela liquidez por parte dos agentes econômicos.

Diante do exposto, percebe-se, segundo Keynes, que se as autoridades monetárias desejam ampliar o volume de capital elas devem baixar a taxa de juros para estimular os investimentos produtivos, e, assim, manter a taxa de juros em níveis compatíveis com a eliminação da escassez de capital, o que resultaria na *“eutanasia do rentista”*, uma classe que não é remunerada por seu *“risk and exercise of skill and judgment”*, but by *“exploiting the scar-city value of capital”* (KEYNES, 2007: 375-376).



Em suma, Minsky (1986), na mesma linha, propôs que um *Big Bank* permanente, por um lado, deve regular as atividades das instituições monetárias e financeiras e, por outro lado, ao primeiro sinal de inadimplência de empréstimos, ele deve atuar como prestador de última instância.

3. As políticas macroeconômicas contracíclicas brasileiras durante a CFI e a pandemia do Covid-19

3.1. A resposta das AEBs à CFI

Entre o último trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009, a economia brasileira foi fortemente afetada pelas CFI e GR, tendo o PIB encolhido 4,5% (IPEADATA, 2020).

Nesse contexto, o governo Lula da Silva respondeu ao efeito de contágio da crise sistêmica com uma ampla variedade de medidas macroeconômicas contracíclicas, cujos objetivos eram mitigar os efeitos, tanto no sistema financeiro brasileiro quanto na atividade econômica, da CFI. Assim, o Banco Central do Brasil (BCB) e o Ministério da Fazenda lideraram a resposta à CFI que envolveram medidas importantes de caráter fiscal, monetário, de crédito e financeiro e cambial.

Como os primeiros efeitos da CFI foram sentidos no sistema financeiro brasileiro, foi o BCB que teve que responder primeiro. Dessa forma, o BCB flexibilizou a política monetária, reduzindo a meta da taxa básica de juros³ e aumentou a liquidez do mercado interbancário, ou seja, postergou o cronograma de implementação do aumento do compulsório e reduziu os compulsórios para instituições financeiras de menor porte.

O BCB também foi autorizado a adquirir carteiras de crédito de instituições financeiras. O objetivo era socorrer as instituições financeiras brasileiras que enfrentavam escassez de caixa, principalmente bancos de pequeno e médio porte.

Além das medidas de política monetária do BCB, o governo brasileiro decidiu utilizar os três maiores bancos públicos federais, Banco do Brasil (BB), Caixa Econômica Federal (CEF) e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), para expandir o crédito e desempenhar um papel contracíclico em um contexto de restrição das condições de crédito por parte dos bancos privados.

A política fiscal contracíclica incluiu um pacote de estímulos adotado pelo Ministério da Fazenda para mitigar o impacto negativo da CFI sobre a atividade econômica e o mercado de trabalho. O referido pacote – equivalente a 1,3% do PIB do Brasil em 2009 – foi baseado em gastos do governo, cortes de impostos – principalmente sobre produtos industriais – e subsídios, especialmente para o setor agrícola.

Além disso, o fortalecimento das ações no campo da assistência social, com a expansão do programa Bolsa Família, a expansão do Programa de Aceleração do Crescimento, o lançamento de um programa de incentivos governamentais e subsídios à construção de moradias, denominado “Minha Casa, Minha Vida”, direcionado à famílias de baixa e média renda, e a extensão dos benefícios do pagamento do seguro-desemprego também representaram extensões das medidas de gastos públicos.

Tendo em vista tais medidas, após a recessão de 2009, quando PIB brasileiro caiu 0,2%, houve uma forte recuperação econômica em 2010 – o PIB cresceu 7,6%, apresentando notável resiliência e sendo um dos países menos afetados pela CFI.

3.2. A resposta das AEBs à crise da pandemia do COVID-19

No início de 2020 a economia mundial se deparou com um grave problema sanitário com a descoberta do SARS-CoV-2, responsável pela pandemia da Covid-19.

Diferentemente de outras crises, a pandemia do COVID-19 representou um duplo choque

³A despeito das medidas de flexibilização da política monetária, a redução da taxa básica de juros só ocorreu após janeiro de 2009.



adverso, seja de demanda, seja de oferta, desencadeando um colapso econômico global. Do lado da oferta, as empresas e os trabalhadores, formais, informais e autônomos, ficaram impossibilitados de produzir bens e serviços e ofertar mão de obra, respectivamente, devido ao processo de *lockdown*. Pelo lado da demanda, os efeitos sobre o adiamento das decisões de consumo e investimento também foi amplificado, seja pelo temor das condições econômicas, seja devido às restrições do distanciamento social.

Pois bem, foi neste cenário que a economia mundial, que ainda não havia se recuperado de forma plena da CFI e da GR, teve novamente reversão em suas expectativas de crescimento. Todavia, naquela ocasião houve uma rápida resposta, notoriamente nos países desenvolvidos, em termos de políticas econômicas contracíclicas, com destaque para as expansões fiscais – via aumentos dos déficits públicos e das dívidas públicas nacionais –, a redução das taxas básicas de juros e as emissões monetárias de formas direta e indireta.⁴ Em relação ao Brasil, às vésperas da pandemia o País se encontrava em franca estagnação, haja vista que entre 2017 e 2019 a taxa média de crescimento do PIB foi de apenas 1,1% ao ano, tendo o contingente de desempregados atingido, em fevereiro de 2020, cerca de 12,3 milhões de pessoas, ou seja, 11,6% da força de trabalho.

Iniciando pelas ações no campo da política fiscal,⁵ destaca-se a aprovação em 07/05/2020 do Projeto de Emenda Constitucional (PEC) do “Orçamento de Guerra”, que autorizou BCB a comprar títulos públicos do Tesouro Nacional (TN) e títulos privados para fazer frente aos gastos da pandemia. Tal aprovação foi necessária, pois, além da proibição, por lei, do BCB em

financiar diretamente o TN, o País também se encontra, desde 2016, sob a imposição legal do chamado “teto dos gastos” que determina o congelamento real dos gastos públicos com despesas primárias, dentre as quais saúde e educação, por um período de 20 anos (ou seja, até 2036).

No campo da proteção social, a principal medida foi a aprovação de um auxílio financeiro no valor de R\$ 600,00, sendo concedido o dobro do valor às mães que sustentam seus filhos sozinhas. O auxílio, que foi pago a cerca de 66 milhões de beneficiários, abrangeu desempregados, autônomos e cadastrados em programas sociais, como o Bolsa-Família. Passados cinco meses, ele foi prorrogado por mais três meses, porém com o valor reduzido à metade (R\$ 300,00). Além desse auxílio, houve a antecipação do 13º salário para os aposentados e pensionistas, pagamento do abono salarial e saques de até R\$ 1.045,00, por trabalhador, das contas do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS).

No campo da proteção ao emprego, permitiu-se aos empregadores reduzir a jornada ou suspenderem temporariamente os contratos de trabalhos, com a contrapartida do governo federal em arcar parte dos salários. Ademais, foi criado um programa para financiar, a juros subsidiados de 3,75% ao ano, a folha de pagamento de pequenas e médias empresas por um período de quatro meses, com a garantia do TN de 85,0% do valor contratado, sendo que os beneficiados terão seis meses de carência e 36 meses para pagamento.⁶

Dentre as medidas de auxílio às empresas, destacam-se, ainda, a postergação ou isenção temporária do pagamento de impostos, tais como a suspensão por três meses do recolhimento da parcela do Simples Nacional (regime tributário

⁴ De acordo o IMF (2020b), os EUA anunciaram um primeiro pacote de US\$ 2,0 trilhões, cerca de 10,0% do PIB, e a União Europeia criou um fundo de € 100,0 bilhões e outros estímulos fiscais, totalizando cerca de 16,7% do PIB da Região. No Japão houve um aporte de 108 trilhões de yenes, que totalizou um montante de 20,0% do PIB japonês.

⁵ Informações obtidas da Nota Informativa Secretaria Especial da Fazenda de 17/04/2020. Mais detalhes em Brasil (2020b).

⁶ Vale notar a baixa adesão ao Programa – apenas cerca de 11,5% dos recursos efetivamente emprestados – devido tanto à lentidão na sua aprovação (junho de 2020) quanto às cláusulas restritivas, seja para firmas que desejavam acessar o crédito, seja para as instituições financeiras que precisariam arcar com parte do risco.



aplicável a pequenas e médias empresas) e do FGTS. Cabe mencionar também a isenção temporária do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) por três meses e a zeragem das alíquotas dos impostos de importação e do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) de alguns produtos de uso médico-hospitalar.

Finalmente, foram criadas medidas de assistência aos entes subnacionais, com a aprovação no início de junho de um projeto para a negociação de empréstimos, a suspensão do pagamento de dívidas dos estados para com o Governo federal (estimadas em R\$ 65,0 bilhões) e um repasse de R\$ 60,0 bilhões para as ações de enfrentamento à pandemia, cuja contrapartida foi a proibição de reajuste a servidores públicos até 2021.⁷

Cabe ressaltar que todas as medidas implementadas, se somadas, levariam a um aporte de R\$ 510,0 bilhões – aproximadamente 7,0% do PIB. Não obstante, até o final de julho, pouco mais da metade dos recursos destinados ao enfrentamento da pandemia tinham sido efetivamente utilizados (53,7%).⁸ Chama a atenção o fato de que o Ministério da Saúde recebeu apenas 10,0% dos recursos e, especialmente, o fato de que o referido Ministério havia gasto, no mesmo período, menos da metade do aporte recebido, a despeito do crescimento vertiginoso do número de contaminados e de óbitos.

No campo da política monetária, as ações empreendidas pelo BCB objetivaram prover liquidez ao sistema financeiro nacional (SFN), fazendo com que os recursos chegassem às firmas e consumidores, evitando o “empocamento de liquidez”, típico de períodos de incerteza como o atual.

Um primeiro aspecto a ser salientado é o corte expressivo na taxa básica de juros (Selic), que alcançou seu nível histórico mais baixo. Como

mentionado, a estagnação no cenário pré-pandemia permitiu um ciclo relativamente longo de reduções na Selic que, após permanecer 15 meses em 6,5% ao ano, iniciou um movimento de queda firme alcançando 4,5% ao ano em dezembro de 2019. Assim, ao iniciar a pandemia, o ritmo de queda se intensificou e, após nove quedas consecutivas, a Selic atingiu a marca histórica de 2,0% ao ano no início de agosto de 2020, cenário possibilitado tanto pelo contexto de deflação trazido pela crise quanto pelo baixo crescimento que vinha ocorrendo durante o período 2017-2019.⁹

Além dos cortes na taxa básica de juros, de acordo com as informações do BCB (2020) as medidas de política monetária dividem-se em dois grupos: medidas para liberação de liquidez e para liberação de capital. Dentre as primeiras, está a redução da alíquota sobre depósitos compulsórios de recursos a prazo de 31,0% para 25,0% e depois para 17,0%. Em segundo lugar, tem-se a concessão de empréstimos em letras financeiras (títulos públicos) garantidas e operações de empréstimo com lastro em debêntures (títulos privados). Finalmente, houve a criação do Depósito a Prazo com Garantias Especiais (DPGE), permitindo às instituições financeiras captarem depósitos garantidos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC). No campo do provimento de capital, permitiu-se a redução do requerimento de capital para operações de crédito a pequenas e médias empresas, além da instituição de uma linha de crédito específica para o financiamento do capital de giro das micro, pequenas e médias empresas.¹⁰

Conforme se observa no Gráfico 1, a CFI e GR atingiram a economia brasileira em um contexto melhor: as taxas de inflação e de juros eram moderadas e relativamente estáveis; a taxa de câmbio, R\$/US\$, apresentava ligeira tendência de

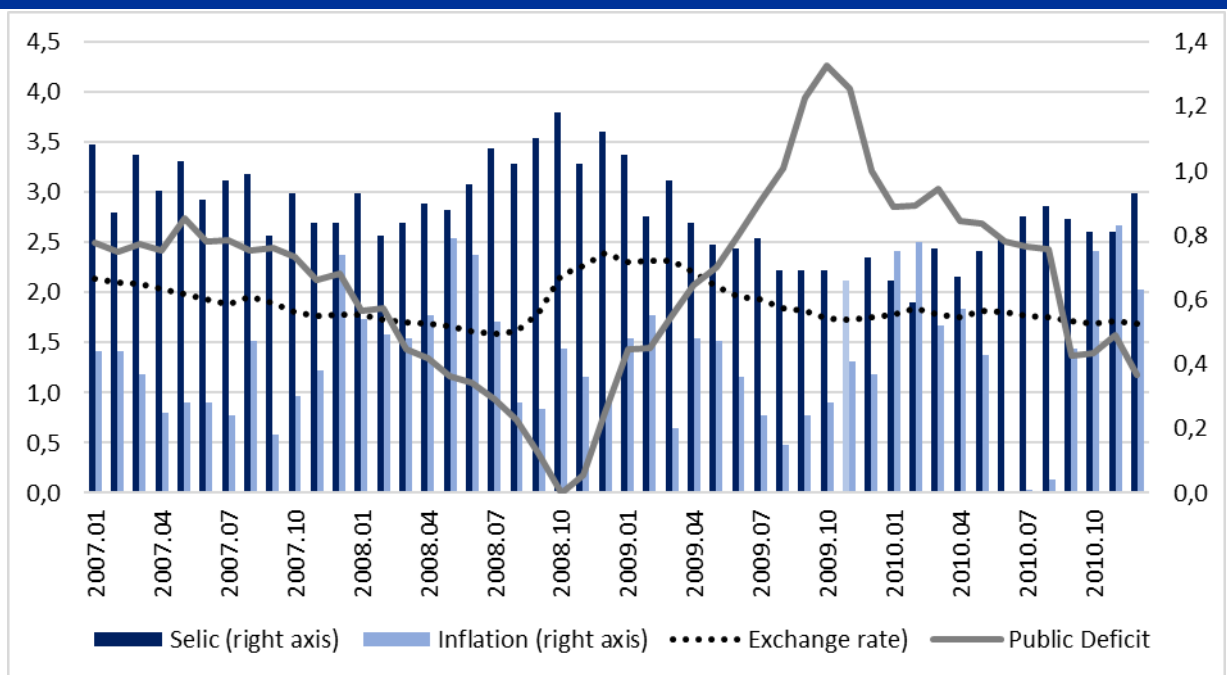
⁷ Confira Brasil (2020a).

⁸ Maiores detalhes em Fucs (2020).

⁹ Sobre isso é importante mencionar que a inflação acumulada nos últimos 12 meses (agosto 2020) se encontra em 2,4% ao ano, bem abaixo da meta do BCB de 4,0% ao ano. Confira Ipeadata (2020).

¹⁰ Conforme as estimativas do BCB (2020), as referidas medidas teriam um potencial de ampliação da oferta de crédito em R\$ 1,2 trilhão, aproximadamente 16,4% do PIB.



Gráfico 1: Indicadores macroeconômicos selecionados – CFI e GR – Brasil (2007-2010)

queda, em um patamar próximo de R\$ 2,00; e o déficit público, em percentual do PIB, apresentava declínio firme, registrando valor próximo de zero no último trimestre de 2008, momento em que os efeitos da crise começaram a atingir o País.

O impacto da CFI se fez sentir no último trimestre de 2008, levando à queda tanto do PIB quanto da produção industrial e ao aumento do desemprego. Todavia, a atuação das autoridades econômicas, que tiveram como foco a transferência de renda e os programas de investimento em obras de infraestrutura, tais como a construção de habitações populares, como mencionado anteriormente, permitiu a rápida recuperação dos níveis de emprego e da renda. Também o comportamento do câmbio e a inflação, após elevação temporária, voltaram a se estabilizar, assim como o déficit público, que após superar 4,0% do PIB no último trimestre de 2009, caiu para 1,3% do PIB no final de 2010.

Diferentemente do contexto da CFI, a situação da economia brasileira quando se iniciou a pandemia do COVID-19 era de baixo crescimento, baixa taxa de inflação, juros em queda e, a despeito do patamar mais elevado,

porém estável, taxa de câmbio próxima a R\$ 4,00/US\$, como mostra o Gráfico 2.

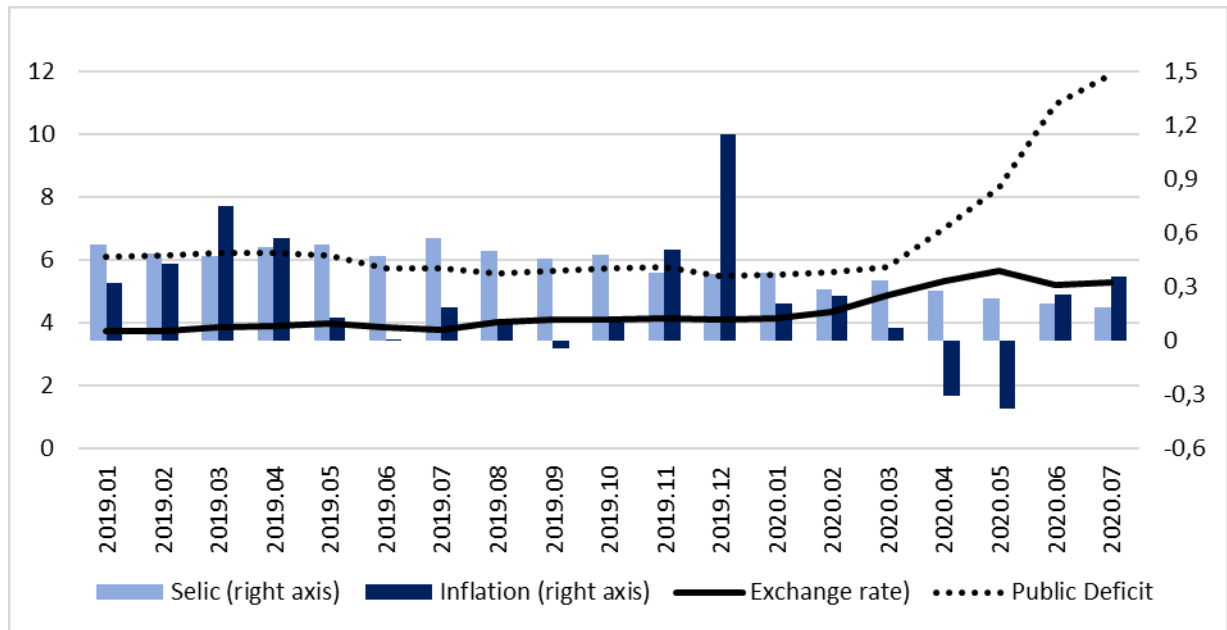
O impacto da pandemia na economia brasileira levou à elevação da taxa de câmbio, que teve uma desvalorização acentuada, assim como elevou o déficit público, que estava relativamente alto, alcançando 11,9% do PIB. Dados preliminares do PIB apontam uma queda de 11,4% no segundo trimestre de 2020, além do aumento do desemprego que atingiu 13,0% da força de trabalho.

4. Uma análise empírica sobre os efeitos de choques nas políticas fiscal e monetária em momentos de normalidade e crises econômicas

A fim de investigar a relevância das medidas contracíclicas, desenvolvemos uma análise empírica para a economia brasileira utilizando dados trimestrais entre 1996 e 2019. A estratégia empírica da pesquisa consistiu em estimar um modelo Markov-switching vector autoregressive (MS-VAR), utilizado para captar os efeitos de choques monetários e fiscais na economia, considerando a possibilidade de mudanças de regimes, isto é, a não linearidade da relação entre as políticas econômicas e o crescimento.¹¹

¹¹ Para mais detalhes da metodologia empregada confira Enders (2010).



Gráfico 2: Indicadores macroeconômicos selecionados – Covid-19 – Brasil (2019-2020)

Fonte: Ipeadata

As variáveis utilizadas foram as seguintes: taxa de juros Selic efetiva (anualizada); inflação medida pelo índice de preços ao consumidor IPCA; PIB (com ajuste sazonal e deflacionado); e G, gastos do governo deflacionados. Inicialmente constatou-se, como era pressuposto, a existência de 2 regimes de crescimento estáveis: o regime 1 – de crescimento e de menor persistência, totalizando 41 trimestres do período analisado e tendo uma duração média de 13,7 trimestres; e o regime 2 – de baixo crescimento – que se mostrou mais persistente, totalizando 53 trimestres e com uma duração média de aproximadamente 13,25 trimestres.

Quanto aos efeitos dos choques na política monetária, representados por mudanças na taxa de juros, vale destacar, inicialmente, que as respostas das variáveis são referentes a um choque positivo na taxa de juros. Sendo assim, uma elevação na taxa de juros no regime 1, ou seja, no regime de crescimento da economia, implicou redução no PIB que começa a se dissipar a partir do sexto trimestre. Por sua vez, no regime 2, regime de recessão da economia, uma elevação na taxa de juros causa um efeito negativo sobre o PIB mais elevado que no regime 1, efeito este que não se dissipa rapidamente como ocorria no regime 1. Caso a política fosse

uma redução na taxa Selic, poderíamos concluir que esta política monetária expansionista, em momentos de crescimento econômico, tem um efeito menor do que em momentos de recessão econômica. Assim, pode-se dizer que, no período analisado, o estímulo monetário tem efeitos mais importantes em momentos de recessão do que em momentos de crescimento econômico no Brasil.

Relativamente aos efeitos de uma política fiscal expansionista sobre o PIB, mais especificamente, de elevações nos gastos do governo, os resultados obtidos indicaram que os efeitos de um aumento dos gastos do governo são menores no regime 1, quando comparado ao regime 2. A implicação importante deste resultado é a de que os efeitos da política fiscal sobre a economia brasileira no período estudado tendem a ser maiores em momentos de recessão (regime 2), do que em momentos de crescimento econômico (regime 1).

Diante do exposto, a conclusão que se pode extrair a partir da análise mencionada é a de que os estímulos fiscais e monetários são fundamentais para uma economia fragilizada, isto é, que está passando por momentos de estagnação ou recessão econômica. Os efeitos das políticas monetárias e fiscais sobre o PIB também



são positivos em uma economia com regime de crescimento econômico, porém são menos intensos do que em uma economia em crise.

Portanto, à luz de nossos resultados empíricos, pode-se especular as AEBs tiveram uma atuação mais efetiva no contexto das CFI e GR quando, além da transferência de renda, criaram programas de investimento em obras de infraestrutura, tais como habitações populares, o que permitiu a rápida recuperação econômica. Frente à pandemia atual, no entanto, a lentidão e tímida atuação das políticas monetária e fiscal podem ser algumas das razões explicativas do impacto extremamente recessivo causado pela pandemia.

Ademais, considerando esses resultados, outra conclusão importante a que se chega é que o País vem abrindo mão de ferramentas importantes para estimular seu crescimento quando optou pela agenda de “austeridade fiscal expansionista” e de redução do papel do Estado na economia.

Por fim, uma reflexão: provavelmente, estamos entre os países que mais perderam no contexto da atual pandemia, tanto em termos de vidas ceifadas pela doença quanto em termos de oportunidade de retomar uma agenda de desenvolvimento há tempos esquecida.

REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P.; FERRARI-FILHO, F.; TERRA, F.H.B. (2018). “Keynesian macroeconomic policy: theoretical analysis and empirical evidence”. *Panoeconomicus*, vol. 65, Issue 1, pp. 1-20.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (2013). “Policies for full employment and low inflation”. In P.Arestis and M.Sawyer (eds.). *Economic and Monetary Union Macroeconomic Policies: Current Practices and Alternatives*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 144-167.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. BCB (2020). Acompanhamento de medidas de combate ao Covid 19. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/acompanhamento covid19>. Acesso em 05 de setembro.
- BRASIL (2020a). AGÊNCIA SENADO. Sancionada ajuda de R\$ 125 bilhões para estados e municípios com veto a reajuste. 28-05-2020. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2020/05/28/sancionada-ajuda-de-r-125-bilhoes-para-estados-e-municipios-com-veto-a-reajuste>. Acesso em 02 de setembro.
- BRASIL. (2020b). MINISTÉRIO DA ECONOMIA. (2020). Nota Informativa - Medidas de Combate aos Efeitos Econômicos da Covid-19 (17/04/2020). Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2020/nota-informativa-medidas-fiscais-coronavirus-final-17_04.pdf/view. Acesso em 05 de setembro.
- CUNHA, A.M.; PRATES, D.; FERRARI-FILHO, F. (2011). “Brazil responses to the international financial crisis: A successful example of Keynesian policies?”. *Panoeconomicus*, 5, Special Issue, pp. 693-714.
- ENDERS, W. (2010). *Applied Econometric Time Series*. New York City: John Wiley.
- FERRARI-FILHO, F.; CONCEIÇÃO, O.A.C. (2005). “The concept of uncertainty in Post Keynesian theory and in Institutional Economics.” *Journal of Economic Issues*, 39(3): 579-594.
- FUCS, J. (2020). Governo só gastou 53,7% da verba liberada na pandemia. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,governo-so-gastou-53-7-da-verba-liberada-na-pandemia,70003392701>. Acesso em 05 de setembro.
- INSTITUTO NACIONAL DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). (2020). Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio Contínua (PNAD Contínua). Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/multidominio/condicoes-de-vida-desigualdade-e-pobreza/9171-pesquisa-nacional-por-amostra-de-domicilios-continua-mensal.html?edicao=27233&t=destaques>. Acesso em 2 de setembro.



setembro.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) (2020a). *Data and Statistics*. Disponível em: <http://www.imf.org>. Acesso em 12 de agosto.

_____. (2020b). Fiscal Monitor: Policies to support people during the covid-19 pandemic. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020>. Acesso em 3 de setembro.

IPEADATA (2020). *Séries Históricas*. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em 12 de agosto.

KEYNES, J.M. ([1936] 2007). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave Macmillan.

_____. (1980). *Activities 1940-1946: Shaping the Post-War World - Employment and Commodities (The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XXVII)*. London: Macmillan.

_____. (1972). *Essays in Persuasion (The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume IX)*. London: Macmillan.

_____. ([1923] 1971). *Tract on Monetary Reform (The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume IV)*. London: Macmillan.

KROLZIG, H.M. (2003). *Constructing Turning Point Chronologies with MarkovSwitching Vector Autoregressive Models: the Euro-Zone Business Cycle*. University of Oxford, Discussion Paper in Economics.

MARCUZZO, M.C. (2010). "Whose Welfare State? Beveridge versus Keynes." In R.E. Backhouse and T. Nishizawa (Eds.). *No Wealth but Life - Welfare Economics and the Welfare State in Britain, 1880-1945*. Cambridge: Cambridge University Press. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1017/CBO9780511750649.010>.

Acesso em 12 de agosto.

MINSKY, H. (2008). *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill.

WORLD TRADE ORGANIZATION (WTO) (2020). *Statistics*. Disponível em: <http://www.wto.org>. Acesso em 12 de agosto.



FUNCIONALIDADE E RENTABILIDADE DO SISTEMA BANCÁRIO BRASILEIRO: UM POTENCIAL AGRAVANTE DE ASSIMETRIAS E HETEROGENEIDADES EM MOMENTOS DE CRISE?

Fernando Amorim Teixeira

Doutorando PPGE /UFF, Técnico do Dieese e pesquisador do FINDE/UFF

ÍNDICE

A crise gerada pelo Novo Corona Vírus pode ser caracterizada como uma crise tripla. Iniciou-se como crise sanitária, impactando o setor produtivo e pode gerar riscos ao setor financeiro, ao longo e após a pandemia terminar. A capacidade de resposta dos países diante de tamanho desafio, por seu turno, estão ancoradas na institucionalidade pregressa existente em cada jurisdição, na estrutura econômica do momento pré-crise e nas decisões dos governos centrais. No caso de um país continental, heterogêneo e desigual como o Brasil, a crise, por fim, tem impacto diferenciado nas diversas regiões, setores, segmentos e na estrutura social.

Ao redor do mundo, os programas de enfrentamento se viabilizam por meio de gastos fiscais, com programas de transferência de renda, investimentos públicos, estatizações e com medidas de injeção de liquidez, de capital ou mesmo programas direcionados por segmento. Governos de diferentes matizes e espectros ideológicos vêm empreendendo gigantescos pacotes de estímulo de forma ainda mais ágil e violenta do que ocorreu na Crise Financeira Internacional de 2008.

A crise, ademais, para além de ter revelado a latente falta de investimentos no setor de saúde, tem como outro aspecto imediato para a população em geral, e para micro e pequenos empresas em particular, obstruções no canal do crédito, fundamental para manter vivas empresas de menor porte. Vale salientar que, no caso brasileiro, o crédito, mesmo antes da crise, já era insuficiente, assimétrico e regionalizado por conta do oligopólio bancário e da deliberação dos últimos governos em não usar de forma mais efetiva os bancos públicos.

A partir dessa realidade, a decisão de fornecer condições para os bancos emprestarem - o que foi feito pelo governo e pelo Banco Central nas medidas emergenciais e que teve importância para dar rigidez e solidez ao sistema financeiro -, muitas vezes vem sendo insuficiente para o crédito chegar a quem mais precisa, com celeridade e a custos razoáveis.

Para discutir a forma como o governo brasileiro tem buscado solucionar o problema de crédito vis à vis a estrutura do sistema bancário nacional, esse artigo está dividido em quatro seções, além dessa introdução e das considerações finais. A primeira tratará da funcionalidade do sistema financeiro brasileiro nos últimos anos; a segunda trabalhará as medidas anunciadas pelo Banco Central para tentar desobstruir o canal de crédito; a terceira terá como foco o confronto entre a funcionalidade e o nível de rentabilidade dos bancos brasileiros; já a quarta parte vai discutir alguns resultados concretos das medidas no crédito. Esse texto, por fim, tem o intuito de suscitar discussões a respeito da melhor forma de utilizar o sistema de fomento nacional neste momento e no pós-pandemia.

A discussão acerca da funcionalidade do sistema financeiro e o papel do Estado

O sistema financeiro é peça central de uma economia capitalista de produção. Os diferentes entendimentos teóricos acerca de seu papel, entretanto, acabam por definir as institucionalidades e (possíveis) intervenções do Estado. Se por um lado são atores passivos, que apenas intermediam recursos entre poupadores e demandantes, pouco se diferenciando dos demais agentes econômicos ou, se por outro, criam



moeda e podem contribuir ativamente para o desenvolvimento, é de se esperar que mereçam uma atenção também diferenciada por parte do aparato estatal.

Considerando tais diferenciações, as possíveis intervenções do Estado podem: ou se direcionar a corrigir as chamadas “falhas de mercado”; ou se voltar a corrigir ineficiências e riscos intrínsecos a cada mercado. Dito de outra forma, a principal diferenciação teórica entre ortodoxos e heterodoxos, no que tange ao sistema financeiro, reside entre uma intervenção possível apenas do ponto de vista micro e uma intervenção necessária no âmbito macro.

Ao não diferenciar setores financeiros e não financeiros as correntes neoclássicas através da Hipótese de Mercados Eficientes, consideram que qualquer intervenção do Estado seria inócua ou geraria ineficiências. Por essa abordagem, no entanto, existiria a possibilidade de ocorrência de algumas falhas de mercado e estas se dariam basicamente por quatro vias: externalidades, bens -públicos, informação assimétrica e poder de mercado. Por outro lado, correntes de viés mais heterodoxo sustentam que dentre as características principais do sistema financeiro - e que o diferencia dos demais setores -, destaca-se uma maior capacidade de alocar riscos e promover transformações de maturidades. Sendo assim, as formas de lidar com o problema da liquidez difere essencialmente este setor das firmas não financeiras¹ (STUDART, 2003; CASTRO, 2009).

No que concerne a sua funcionalidade, esta deve ser capaz cumprir basicamente três funções: i) atender as demandas por liquidez dos demais agentes econômicos; ii) reduzir as incertezas relacionadas aos diferentes tipos de financiamento e; iii) mitigar os riscos de uma instabilidade financeira. O conceito de funcionalidade, se ampliado, pode servir como

guia para políticas econômicas, regulatórias e de construção institucional, principalmente quanto à capacidade de fornecer crédito de mais longo prazo (STUDART e ALVES JR, 2019).

Outro elemento fundamental relacionando o sistema financeiro com o micro (e que pode ser extrapolado ao mesmo e ao macro) é o problema de fluxo. Tal condição se relaciona com o que Minsky denominou de “Restrição de Sobrevivência” (TORRES, 2019), se referindo à relevância dos fluxos de caixa para os diferentes agentes econômicos nos diferentes ciclos de negócios. Administrar tal restrição, segundo essa perspectiva, dependeria da possibilidade de mobilização de ativos líquidos próprios e de buscar capital de terceiros.

No chamado “*Money Market Capitalism*”² (WHALEN, 2001) a coordenação das intervenções ganha ainda mais importância, uma vez que as formas como os mercados se ajustam, com períodos de *booms* e fases recessivas bruscas, eleva o nível de incertezas dos agentes. Segundo Conceição e Gabriani (2019), o processo de “causação” provocada pela evolução tanto das instituições econômicas e sociais, quanto suas relações com os indivíduos é que demanda ações coordenadas de intervenções.

Medidas anunciadas pelo governo brasileiro na Crise

Com a pandemia e o impacto da paralisação das atividades na economia, governos de todo o mundo anunciaram medidas visando desobstruir o canal de crédito e o papel pró-cíclico de uma restrição na oferta. De modo geral, as medidas se voltavam a oferecer condições para que instituições financeiras rolassem dívidas e concedessem novos créditos a setores mais vulneráveis, principalmente capital de giro. A liberação de capital e exigências contra uma maior alavancagem bancária, além de programas específicos com garantias governamentais

¹ Segundo Studart (2003), a ambiguidade dos modelos neoclássicos, estaria calcada na estilização do financiamento do investimento onde instituições financeiras seriam meros intermediários entre poupadores e investidores. Ademais, a preferência pela liquidez dos bancos e dos aplicadores em títulos “determinaria o volume e os prazos do financiamento do investimento” (STUDART, 2003, P.8).

² Termo cunhado por Minsky para definir o atual estágio do capitalismo global guiado pelas finanças.



buscaram permitir que as instituições concedessem recursos.

Ademais, o risco de a crise contagiar o setor financeiro fez ainda com que bancos centrais tivessem especial atenção ao risco sistêmico, adicionando liquidez via amplos pacotes seja nos EUA, Europa ou em países em desenvolvimento com sistemas de dívidas lastreados em títulos soberanos. Desta forma, colocou-se à disposição das instituições financeiras montante nunca dantes visto.

No Brasil, as medidas de liberação de liquidez (redução de compulsório, empréstimos com lastro em letras financeiras e em debentures, operações compromissadas e outras flexibilizações), foram da ordem de R\$ 1,2 trilhão, enquanto que outras operações de liberação de capital e dispensa de provisionamento (em conjunto com programas específicos) tinham como intenção impactar o crédito em até R\$ 1,35 trilhão (BCB, julho de 2020).

Tal preocupação se justifica diante da alteração substancial das expectativas de agentes com a crise. Portanto, não permitir que as unidades se tornem especulativas (a partir do conceito de Fragilidade Financeira de Minsky) ou, seja, que se instale um processo de *gap* entre as receitas correntes e o financiamento de obrigações e das dívidas, é fundamental. Isso porque tal processo, que pode ser localizado em cada unidade (micro) econômica, corre o risco de caminhar para um processo de fragilização mais disseminado, tornando-se um problema macroeconômico. Por fim, o envolvimento de agentes financeiros e não financeiros fatalmente interconectados por conta exatamente do crédito, explicita a necessidade de uma atenção constante por parte do regulador

para viabilizar as demandas por liquidez.

Diante do exposto, entretanto, acredita-se que para compreendermos a efetividade das medidas emergenciais anunciadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) no crédito, é necessário darmos um passo atrás. Isso porque, segundo os critérios que medem a funcionalidade do sistema financeiro (elencados na seção 1) a capacidade de atender a demanda por liquidez dos agentes é fundamental e as medidas anunciadas vão dialogar com a estrutura financeira brasileira no pré-crise.

Rentabilidade do sistema bancário brasileiro

O sistema bancário brasileiro se caracteriza por ser extremamente concentrado. Cinco bancos detêm mais de 80% do mercado de crédito no país, sendo três privados e dois públicos³. Esse oligopólio bancário, juntamente com a baixa relação crédito/PIB e com a gestão da política monetária brasileira nas últimas décadas, colocavam os *spreads* bancários⁴ do país como um dos maiores do mundo (DIEESE, 2019), mesmo com a queda recente da Selic e com uma queda relativa dos juros cobrados pelas instituições.

Outra característica que merece ser mencionada é o crédito no Brasil é concentrado, caro e, desde 2016, cada vez menos pensado como política pública, movim. O resultado prático é que os bancos brasileiros estão entre os mais lucrativos e rentáveis do mundo (DIEESE, 2019). Em 2019 o montante total dos lucros dos cinco maiores bancos foi de R\$ 108 bilhões, crescimento de 30% em 12 meses, em um momento em a atividade econômica não se mostrava com qualquer dinamismo⁶.

Nos anos mais recentes, o crescimento do lucro também está associado às novas tecnologias incorporadas à relação banco-cliente, reduzindo

³ Bancos privados: Itaú-Unibanco, Bradesco e Santander; Bancos públicos: Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil.

⁴O *Spread* Bancário, de forma bastante simplista, é a diferença entre a taxa de juros de captação e de empréstimos dos bancos. É calculado basicamente pelo diferencial entre a taxa básica (Selic) e a taxa de juros cobrada ao consumidor final. Essas taxas finais, por sua vez, são historicamente abusivas no país e variam em cada modalidade de crédito.

⁵Nos governos Lula e Dilma, os bancos públicos brasileiros cumpriram papel fundamental no aumento do crédito, impulsionados pela política anticíclica no Pós-Crise de 2008. Em 2013, se tornaram a principal fonte de crédito do país, atingindo sua maior participação em 2016.

⁶Em 2019, importante lembrar, os bancos públicos foram os que mais aumentaram seus lucros, vendendo ativos, privatizando subsidiárias, esvaziando o quadro de funcionários, fechando agências físicas e aumentando o número de agências virtuais.



custos e transformando o trabalho de bancários e bancárias. Isso porque o setor financeiro é quem mais investe nessas tecnologias, além de financiarem *startups* e outras plataformas para incorporarem inovações e controlarem o mercado. Ademais, no caso brasileiro, essas instituições são muitas vezes proprietárias diretas ou indiretas de *FinTechs* (Teixeira, 2020).

3.1 Ativos, passivos e rentabilidade

Na perspectiva minskyana, agentes econômicos são tratados como balanços e sendo assim, as decisões acerca da composição de suas carteiras (de ativos e passivos) se relacionam com a renda esperada e com os serviços das dívidas, ao longo do tempo. A robustez das posições dos agentes depende assim do nível de alavancagem e de descasamento de prazos (MENDONÇA E DEOS, 2020). Visualiza-se no Gráfico 1, que entre 2000 e 2018, apenas no interim entre a política anticíclica do governo brasileiro (pós-crise internacional de 2008) o crédito foi o principal componente nos ativos dos bancos

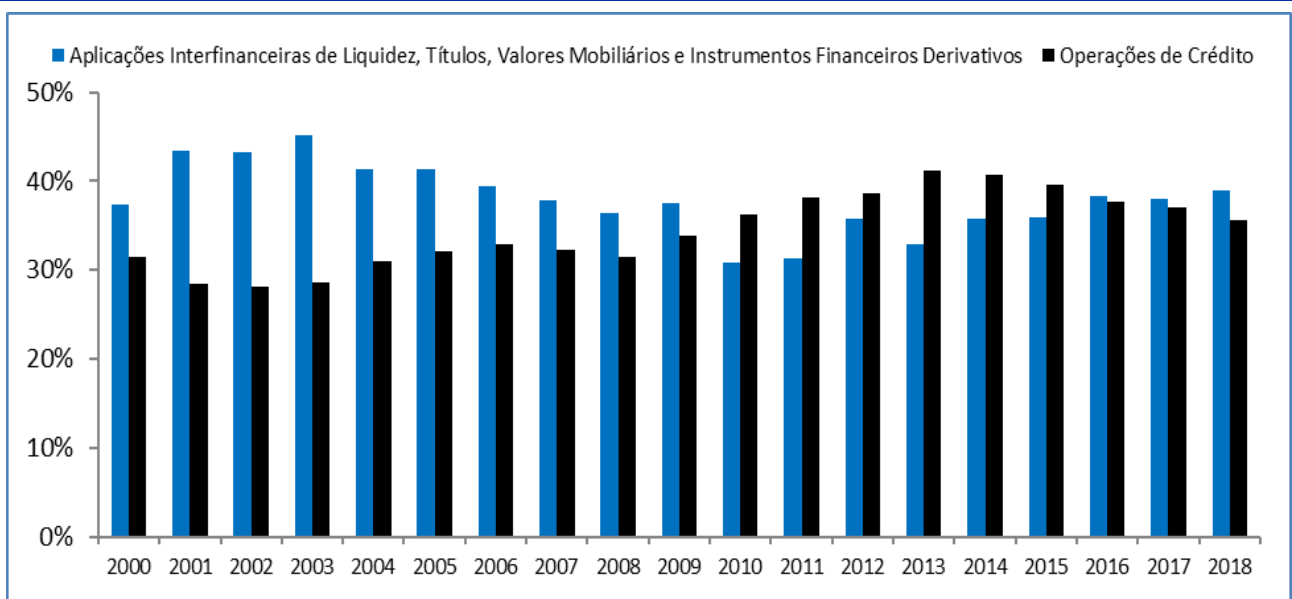
brasileiros. Em todos os outros anos, houve preponderância das operações de tesouraria.

Cabe lembrar, que essa preponderância da atuação de tesouraria, manteve relação estreita com o nível da taxa de juros básica (Selic), permitindo aos bancos a não necessidade de incorrer em riscos associados às operações de crédito. Essa estrutura de balanços, não obstante, já colocava os bancos brasileiros entre os mais rentáveis⁷ do mundo em meados da década de 2010⁸. No ano de 2019, ademais, foi possível verificar um substancial aumento no nível de rentabilidade dos maiores bancos brasileiros, se distanciando ainda mais de seus pares internacionais.

3.2 Assimetrias dentro de um sistema altamente rentável

Ao colocarmos uma lente na questão do crédito em si, podemos realizar algumas outras considerações que escapam a um observador menos atento que observa apenas o dado agregado nacional. Pelo aspecto da concentração

Gráfico 1. Peso das aplicações interfinanceiras de liquidez, TVM e instrumentos financeiros derivativos e das operações de crédito no Ativo Total dos Bancos, Brasil, 2000-2018.



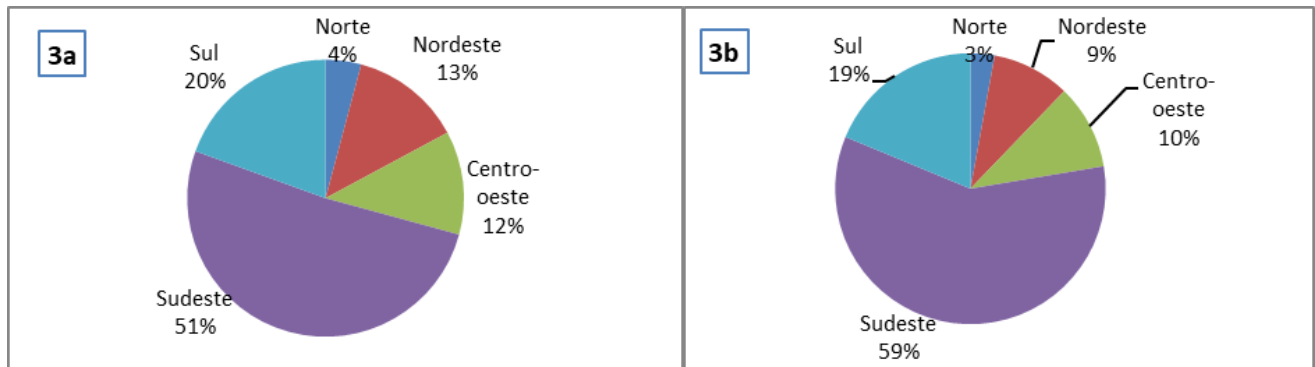
Fonte: Banco Central do Brasil – elaboração: DIEESE, 2019.

⁷A rentabilidade é medida pelo lucro Líquido sobre o patrimônio líquido e é utilizada por investidores, acionistas pelo mercado financeiro como um indicador de solidez e estabilidade.

⁸Segundo dados da Consultoria Econômica para 2016, o Itau-Unibanco e o Bradesco estavam respectivamente na primeira e segunda posição dentre os bancos da América Latina e EUA com ativos acima de US\$ 100 bilhões.



Gráfico 3a. Participação das operações de Crédito (pessoa física + jurídica); Gráfico 3b. Participação das operações de Crédito - apenas pessoas jurídicas, por região, 2019.



Fonte: Banco Central do Brasil – Estban - Elaboração Própria.

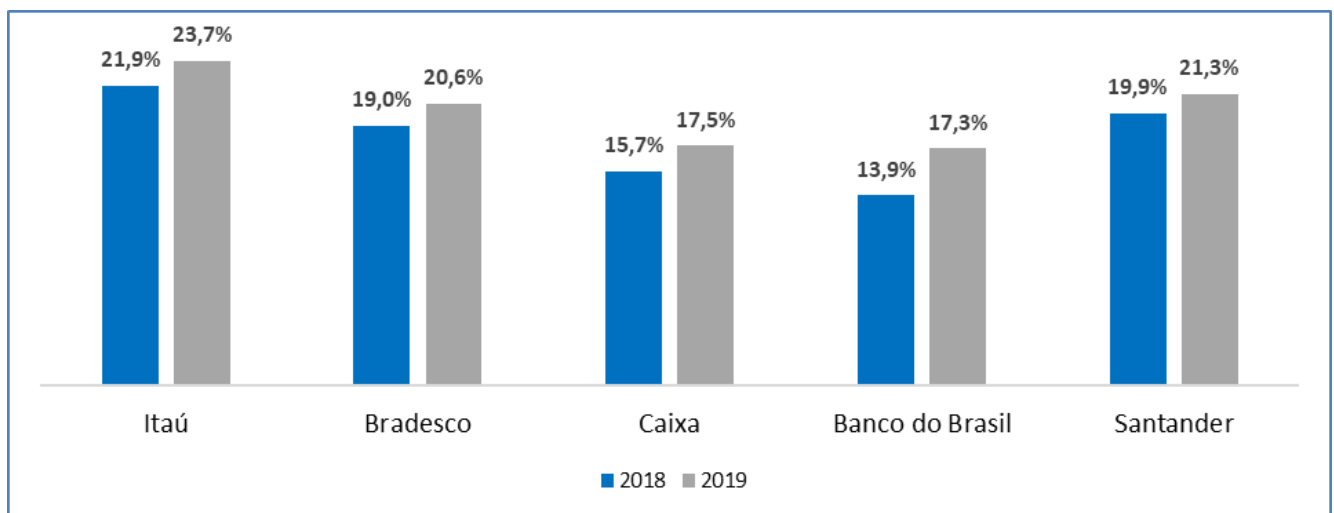
regional, em 2019, o Sudeste concentrou 51% das operações, seguido do Sul (20%), Nordeste (13%), Centro-oeste (12%) e Norte (4%) – Gráfico 3a. No caso das pessoas jurídicas, a concentração era ainda maior, com o Sudeste respondendo por 59% das operações de crédito a empresas, no ano (Gráfico 3b).

Outra “distorção” que uma maior desagregação nos dados indica é que a alta concentração do crédito concedido por bancos privados se concentra apenas no estado de São Paulo (onde 81% do crédito foi concedido por bancos privados em dezembro de 2019), enquanto nos demais estados, a predominância do crédito

público é que mantém a atividade econômica. Chama a atenção também a quantidade de bancos (concedentes de crédito) em operação em São Paulo, em comparação com o resto do país. O estado contava com 95 instituições, enquanto a Bahia tinha 19 e o Acre apenas 6, incluindo as capitais, por exemplo.

Não seria, portanto, absurdo afirmar que em muitos municípios do interior o crédito é 100% público. Mas diante dessa situação, as medidas emergenciais para a liberação de crédito não deveriam ter outro desenho para atingir pessoas físicas e microempresários, tendo em vista que Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal são

Gráfico 2. Nível de rentabilidade dos cinco maiores bancos brasileiros, 2018-2019.



Fonte: Demonstrações Financeiras dos Bancos. Elaboração: Dieese.



as únicas opções para grande parte da população por uma deliberação dos bancos privados em não se estabelecerem em praças menos lucrativas?

Uma última consideração a respeito dos bancos públicos merece ser feita. Em 2019, essas instituições foram responsáveis por 46% das operações de crédito no Brasil, mas foram responsáveis por 80,4% do crédito imobiliário (com destaque para a Caixa) e 71% do crédito rural (Banco do Brasil, principalmente).

Por fim, considera-se importante ressaltar uma última heterogeneidade brasileira. Quando se observa os vínculos empregatícios por tamanho de empresa, tais empregos estão concentrados (66,3%) nas micros, pequenas e médias empresas (RAIS, 2018). Portanto, para a manutenção desses empregos seria fundamental que o crédito chegasse a esses estabelecimentos e não apenas para grandes empresas, que inclusive já dispõem de outras maneiras de lidar com o problema da liquidez.

O crédito na Pandemia

Diante dos dados apresentados a respeito da estrutura tanto do crédito por região e segmento (vínculos empregatícios), é importante fazermos uma reflexão sobre o crédito na pandemia. Cabe então questionar em que medida um sistema que reforça assimetrias e que, em uma crise dessa proporção, tende a ficar ainda mais reticente de ofertar créditos não vai reforçar tais assimetrias. Ademais, a busca por manter (ou retomar) os níveis de rentabilidade do pré-crise não é compatível com a necessidade de fluxo de caixa dos agentes ou novos créditos para a retomada.

Os dados do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresa (Sebrae) trazem uma pista para essas indagações. Segundo o Sebrae, 46% dos empresários buscaram crédito, sendo que apenas 18% conseguiram, entre março e julho de 2020. Já os dados do Banco Central (BCB, agosto de 2020), reforçam algumas

desconfianças supracitadas. Entre janeiro e julho desse ano R\$ 573,5 bilhões em crédito foram ofertados por Bancos Privados e R\$ 331,1 bilhões pelos Bancos Públicos entre novas contratações e renovações. Ao analisarmos os dados por segmento, no entanto, observa-se uma concentração deste crédito para grandes empresas e, quanto mais frágil o demandante (microempresários e pessoas físicas), os bancos públicos acabam tendo maior participação na oferta.

Por um lado, não surpreende esse movimento. Era de se esperar que os agentes financeiros privados, mesmo com todas as garantias, não colocariam seus ativos em risco em uma conjuntura como a que vivemos. Salienta-se, no entanto, que ainda não se verifica um aumento da inadimplência e que todos os grandes bancos já separaram considerável montante de recursos para provisionamento de devedores duvidosos (mesmo com a dispensa de R\$ 3,2 trilhões anunciadas pelo Banco Central)⁹.

Com relação ao crédito por banco no primeiro semestre de 2020, muito por conta da concentração em clientes com maior capacidade de acomodar seus fluxos de caixa, verifica-se um aumento ainda maior da participação de bancos privados frente aos dados do primeiro semestre de 2019. Nesse sentido, o Itaú (+20,3%), Santander (+18,4%) e Bradesco (+14,9%), em alguns casos ainda reduziram a exposição a MPMEs e pessoas físicas durante a pandemia, ofertando menos crédito que no período anterior, mas ainda assim aumentaram sua carteira de crédito ampliada. Já os bancos públicos, tiveram crescimento de suas carteiras em níveis bastante inferiores, Caixa Econômica Federal (+5,5%) e Banco do Brasil (+5,1%) porque as operações para PFs e MPMEs também têm montantes envolvidos mais reduzidos.

O que se pode intuir desses números, pela forma como os balanços dos bancos está estruturada e

⁹Dentre as possibilidades para esse provisionamento estariam outras medidas de crédito tributário (anunciadas através da Medida Provisória 992, por exemplo) ou mesmo de eventuais “desprovisionamentos” futuros, impactando positivamente os lucros. Vale dizer que alguns parâmetros para a distribuição de lucros e dividendos foram alterados para o período da crise, o que pode ter tornado interessante reduzir o lucro contábil nos últimos dois trimestres.



pela baixa exposição destes durante a pandemia, é que as assimetrias e heterogeneidades tendem de fato a se reforçar. No crédito por segmento, os dados demonstram claramente que os recursos que não empoçaram foram ofertados para grandes empresas. No caso da distribuição regional, podemos supor que estas também se reforçaram na crise, diante da dependência da maioria das regiões de crédito oriundo de instituições públicas.

Pelos dados apresentados que relacionam vínculos empregatícios com tamanho de empresa, evidencia-se ainda que a grande maioria dos empregos segue ameaçada, sendo que os piores resultados tendem a emergir à medida que os demais programas de auxílio forem se reduzindo ou desaparecendo. Ressalta-se que boa parte do recurso do auxílio emergencial está sendo usado para o pagamento de dívidas, o que pode explicar o não aumento da inadimplência atualmente. Chama a atenção ainda que as empresas que estão negociando essas dívidas são startups ou *Fintechs* com relação direta com os grandes bancos¹⁰.

Considerações Finais

Os efeitos da Crise de 2020 vêm se apresentando de forma diversa de país a país. A depender do tamanho e da direção dos pacotes de ajuda e da forma como atingem pessoas físicas e jurídicas, os efeitos acabam se diferenciando na magnitude da queda do produto, no espaço e no tempo. No caso brasileiro a queda do PIB no segundo trimestre de 9,7% (em relação trimestre anterior¹¹) só não foi pior por conta do auxílio emergencial, que manteve algum nível de demanda agregada.

Soma-se a isso que uma parte desses recursos acabou no próprio sistema financeiro, dado que foi utilizada para pagamentos de dívidas, contribuindo para manter em patamares relativamente baixos os níveis de inadimplência. Com relação a esse último ponto, preocupa, no

entanto, os efeitos para famílias e empresas de menor porte quando as ajudas e programas específicos de crédito não mais estiverem à disposição. Acredita-se que muitas dessas unidades econômicas enfrentarão dificuldades para honrar seus compromissos.

No caso das medidas voltadas ao setor financeiro, estas parecem ter sido – pelo menos até o momento - exitosas em conter riscos de contágio nos balanços dos principais bancos. Não obstante, no que se refere à liberação de capital, que geraria um montante de crédito suficiente para renovações e novas contratações, a deliberação por não utilizar diretamente bancos estatais como braço de política pública e a (esperada) não disposição dos bancos privados em incorrer em riscos de emprestarem seus recursos próprios a Pessoas Físicas e MPMEs, podem acabar acentuando ainda mais as assimetrias e heterogeneidades já existentes no pré-crise.

A real magnitude das escolhas feitas pelo governo brasileiro, no entanto, será sentida nos próximos meses e em 2021, parecendo prematuro comemorar uma queda relativa menor do PIB em relação ao inicialmente esperado, ou mesmo uma eventual retomada de curto prazo. Ademais, diferentes setores e segmentos sairão de forma diversa da crise. Sendo assim, parece crucial que o governo lance mão da institucionalidade existente no país para dirimir potenciais riscos futuros.

No que se relaciona a funcionalidade e a rentabilidade do sistema financeiro brasileiro, a forma como o sistema se estruturou desde as reformas dos anos 1990 permite níveis de rentabilidade exorbitantes (ante seus pares internacionais) mesmo focando em poucos mercados e tendo a tesouraria - e não o crédito convencional – como fonte principal de receitas. Vale ainda ressaltar que uma queda nos níveis de rentabilidade já estava no horizonte desses

¹⁰https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/26/brasileiro-paga-divida-com-auxilio.ghtml?fbclid=IwAR2tvrNubYy0YIAGEKCr3YLNDPwXIM7wNW2ZmKEfYWDIHseI5t_iujEsY7o&GLBID=10887c859bc87183af4a987ea30fe44fb666a326f4734725155754d54616250767372494d50624a70654469746449316e315f7639506547517951782d564e634162686d5577325a7566394b3455442d67424653667255426f7348516c2d6365345264374336673d3d3a303a75736e77736e796765666e776b706d6277746a67

¹¹Atenuada pelo bom desempenho do setor agroexportador (beneficiado pelo câmbio e pelo preço das commodities). Em todos os demais setores houve recuo acentuado (IBGE, 2020). S.



bancos por conta da queda da Selic e da entrada de novos competidores (FinTechs). Manter suas rentabilidades nos maiores níveis possíveis, sem dúvida, está no radar dos grandes bancos, o que poderá ser um impeditivo para uma maior oferta de crédito a clientes com maior risco nos próximos meses.

Diante desse quadro, se tornará ainda mais fundamental que os encarregados pela política econômica sejam imaginativos o suficiente para desenhar saídas (crédito) direcionadas. Acredita-se que a CEF, o BB, o BNDES e outros bancos regionais possam dar contribuição nesse processo por conta da expertise previa acumulada e da capilaridade no território nacional. Já as novas tecnologias, através das chamadas *Fintechs* de crédito podem vir a cumprir papel importante, merecendo, porém, atenção dos reguladores quanto a seus potenciais riscos.

Bibliografia

CASTRO, L. B. Regulação Financeira: Teoria, Acordos de Basileia e Experiência Recente do BNDES. Tese de Doutorado, IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2009

CONCEIÇÃO, O. & GABRIANI, C. Institucionalistas e pós-keynesianos – ensaio sobre incerteza em uma economia capitalista financeira moderna. In: Economia e Sociedade, v. 28, n. 1 (65), p. 1-23, Campinas, 2019.

DIEESE. Juros e spreads bancários no Brasil: Razões estruturais para os patamares elevados. NT 208, 2019.

MENDONÇA, A. & DEOS, S. Regulação Bancária: uma análise de sua dinâmica por

ocasião de dez anos da crise financeira global. In: Revista de Economia Contemporânea, vol.24 no.2, Rio de Janeiro, 2020

STUDART, R. Estado, Mercados e o Financiamento do Desenvolvimento. TD IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2003.

STUDART, R. & ALVES JR, A. Eficiência e Funcionalidade do Setor Financeiro no Desenvolvimento. In: Macroeconomia Moderna: Lições de Keynes para Economias em Desenvolvimento. Carmem e Feijó e Eliane Araújo (orgs). Elsevier, Rio de Janeiro, 2019.

TEIXEIRA, F. FinTechs e microcrédito: potencial armadilha para os mais vulneráveis e risco sistêmico no Brasil. TD 11, Finde, 2020.

TORRES FILHO, E. A moeda em Minsky e o atual sistema monetário globalizado americano. TD 012. IE-UFRJ, Rio de Janeiro, 2019.

WHALEN, C. Integrating Schumpeter and Keynes: Hyman Minsky's Theory of Capitalist Development", Journal of Economic Issues, 35: 4, 805-823, Salisbury, USA, 2001.

Bases de dados:

ESTBAN - Estatística Bancária Mensal por município: <https://www4.bcb.gov.br/fis/cosif/estban.asp?frame=1>

RAIS/Caged 2018 - <http://bi.mte.gov.br/bgcaged/>

IBGE - <https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>

10 [https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/26/brasileiro-paga-divida-com-auxilio.ghtml?](https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/26/brasileiro-paga-divida-com-auxilio.ghtml?fbclid=IwAR2trvNubYy0YIAGEKCr3YLNDPoXIM7wNW2ZmKEfYWDIHseI5t_iujEsY7o&GLBID=10887c859bc87183af4a987ea30fe44fb666a326f4734725155754d54616250767372494d50624a70654469746449316c315f7639506547517951782d564e634162686d5577325a7566394b3455442d67424653667255426f7348516c2d6365345264374336673d3d3a303a75736e77736e796765666e776b706d6277746a67)

[fbclid=IwAR2trvNubYy0YIAGEKCr3YLNDPoXIM7wNW2ZmKEfYWDIHseI5t_iujEsY7o&GLBID=10887c859bc87183af4a987ea30fe44fb666a326f4734725155754d54616250767372494d50624a70654469746449316c315f7639506547517951782d564e634162686d5577325a7566394b3455442d67424653667255426f7348516c2d6365345264374336673d3d3a303a75736e77736e796765666e776b706d6277746a67](https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/26/brasileiro-paga-divida-com-auxilio.ghtml?fbclid=IwAR2trvNubYy0YIAGEKCr3YLNDPoXIM7wNW2ZmKEfYWDIHseI5t_iujEsY7o&GLBID=10887c859bc87183af4a987ea30fe44fb666a326f4734725155754d54616250767372494d50624a70654469746449316c315f7639506547517951782d564e634162686d5577325a7566394b3455442d67424653667255426f7348516c2d6365345264374336673d3d3a303a75736e77736e796765666e776b706d6277746a67)

11 Atenuada pelo bom desempenho do setor agroexportador (beneficiado pelo câmbio e pelo preço das commodities). Em todos os demais setores houve recuo acentuado (IBGE, 2020). S.



IMPACTOS DA FINANCEIRIZAÇÃO SUBORDINADA NA AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA

Júlia Leal

Doutoranda em Economia - UFF e pesquisadora do FINDE/UFF

ÍNDICE

O avanço da globalização e a liberalização financeira possibilitaram uma maior integração entre os países por meio do aumento nos fluxos de comércio e de capital. Este avanço nos países desenvolvidos veio acompanhado da difusão das políticas neoliberais que possibilitaram a desregulamentação de mercados em geral, dos financeiros em particular, elevando a geração de riqueza financeira e a concentração de renda. Nos países em desenvolvimento, o receituário neoliberal foi sendo disseminado à medida em que essas economias abriram suas contas financeiras, realizaram privatizações e desregulamentaram seus mercados, ficando sujeitas a volumosas entradas de capital em busca de remunerações especulativas de curto prazo.

Desde o Consenso de Washington, as propostas neoliberais se espalharam na América Latina e os países passaram a adotar como estratégia de crescimento a atração de poupança externa, o que implica praticar domesticamente políticas de juros altos para atrair capital internacional. Pode-se dizer que a dinâmica da integração econômica sob a orientação de políticas econômicas neoliberais permitiu que o processo de financeirização tenha se tornado uma realidade nas economias capitalistas contemporâneas.

A financeirização representa uma transformação na relação entre as esferas real e financeira, visto que as operações de natureza financeira passam a dominar a macroestrutura econômica. Este fenômeno se manifesta nas novas regras empresariais orientadas para a valorização do valor do acionista (*shareholder value*), no aumento

do endividamento das famílias e na propagação dos fluxos de capitais entre as nações.¹

Numa economia financeirizada, os investimentos produtivos tendem a ser reduzidos diante das oportunidades de retornos maiores e de curto prazo das operações especulativas. As altas taxas de rentabilidade e liquidez oferecidas pelos produtos financeiros competem com investimentos em atividades produtivas, que possuem um horizonte maior de retorno. Nesse contexto de queda dos investimentos no setor produtivo, bancos e o setor financeiro como um todo passam a ter papel de destaque nas decisões de política econômica.

Isto posto, os efeitos da financeirização podem ser observados na queda do investimento real e no aumento da influência das finanças sobre o quadro institucional e político dos países. Este conjunto de efeitos contribui para o aumento das instabilidades e incertezas, impactando diretamente o crescimento econômico, pois os mercados financeiros são mais propensos a crises e a formação de bolhas especulativas, que impactam negativamente o crescimento da economia.

Consequências da liberalização financeira

As medidas liberalizantes são consideradas pela ortodoxia um instrumento que permite a alocação eficiente dos investimentos, controle da inflação e, portanto, impulsiona o crescimento das economias. As irregularidades são creditadas à desarmonia entre políticas de crédito ineficientes e assimetria de informação entre investidores e

¹ Diferentes correntes teóricas analisam o fenômeno da financeirização. Na visão pós-keynesiana, a financeirização é descrita como um processo caracterizado pelo aumento nos investimentos especulativos em detrimento dos produtivos, com impacto negativo sobre as taxas de crescimento econômico. Sob o prisma regulacionista, a financeirização é vista como um novo regime de acumulação guiado pelas finanças, diferente do observado durante o fordismo. Este novo arranjo altera a estrutura de governança corporativa ao incentivar a geração de valor ao acionista (*shareholder value*) em detrimento da expansão da capacidade produtiva. Já a teoria política marxista considera a financeirização como uma nova fase do capitalismo, na qual o capital portador de juros e o capital fictício se tornam mais relevantes do que o capital produtivo.



poupadores. Segundo os princípios da teoria neoclássica, a desregulamentação do sistema financeiro permitiria a alocação eficiente do capital e níveis elevados de poupança interna e investimento seriam alcançados através da abertura da conta financeira.

Esse paradigma implica, em última instância, que um mercado de capitais competitivo é capaz de alocar de maneira produtiva poupança e investimento, pois a ineficiência está relacionada a fatores exógenos ao mercado. Ademais, as instituições financeiras não possuem papel relevante nesse contexto e atuam como meros repassadores de fundos, visto que sob a hipótese de 'informação perfeita' os agentes decidem alocar seus recursos de maneira ótima.

Adicionalmente, a literatura neoclássica advoga que países em desenvolvimento, com insuficiência de poupança, devem abrir suas economias para receber fluxos dos países abundantes em capital, ou seja, os países desenvolvidos. Sob este prisma, a abertura financeira seria vantajosa para o progresso do sistema financeiro doméstico e para conter os desequilíbrios do balanço de pagamentos.

No entanto, a difusão das políticas liberalizantes na década de 1990 provocou elevados déficits em conta corrente nas economias em desenvolvimento, queda nas taxas de crescimento, aumento do desemprego e pressões na demanda interna. As reformas liberalizantes, ao promoverem a abertura da conta capital e financeira, permitiram a entrada de volumosos fluxos de capital, principalmente capitais especulativos que buscam rendimentos de curto prazo.

Portanto, o processo de liberalização financeira construiu um panorama favorável para o movimento de capitais entre os países, mas aumentou a volatilidade da taxa de câmbio,

principalmente nos países em desenvolvimento, que também se tornaram mais propensos a crises cambiais. O aumento dos fluxos de capital engendrou déficits na conta financeira dessas nações, apreciando a taxa de câmbio real e gerando déficits também na conta corrente. Entradas volumosas de capitais externos especulativos tornam a economia mais vulnerável a crises e flutuações, afetando negativamente o crescimento e os indicadores de bem-estar. Desta forma, a liberalização financeira impede que os

países em desenvolvimento alcancem taxas de crescimento estáveis.

A abertura da conta capital e financeira das economias em desenvolvimento não leva a mais crescimento pois os fluxos de capital possuem um caráter pró-cíclico e a liberalização financeira

engendra um processo de financeirização que compromete o crescimento econômico. O domínio das finanças e das instituições financeiras, no contexto da liberalização das economias impacta negativamente os investimentos produtivos nos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Porém, nos países em desenvolvimento, a estratégia de crescer com poupança externa implica atrair capitais externos, que em busca de mais rentabilidade e retornos de curto prazo, aumentam a vulnerabilidade externa dessas economias. Em suma, o descolamento entre setor produtivo e financeiro engendra um processo de financeirização cujos efeitos são mais acentuados nas economias em desenvolvimento, que se tornam mais suscetíveis a crises de balanço de pagamentos.

Inserção subordinada no Sistema Monetário Internacional

O processo de financeirização se manifesta de maneira distinta entre os países desenvolvidos e

...os efeitos da financeirização podem ser observados na queda do investimento real e no aumento da influência das finanças sobre o quadro institucional e político dos países.

² Com o colapso de Bretton Woods um novo SMI foi constituído, baseado no dólar americano como moeda-chave, câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. O novo cenário foi materializado pelas decisões dos países desenvolvidos e substituiu a paridade fixa anterior, dando maior liberdade para os capitais atuarem em escala global. O objetivo dos Estados Unidos era garantir a supremacia de sua moeda e acomodar sua política econômica doméstica através de um novo arranjo



em desenvolvimento devido ao posicionamento de cada grupo no Sistema Monetário Internacional (SMI)². A financeirização nos países em desenvolvimento se manifesta de maneira subordinada devido a sua inserção assimétrica na estrutura monetária e financeira internacional - circunstância que afeta a autonomia das políticas econômicas. Ou seja, a conjuntura internacional afeta substancialmente o processo de financeirização doméstica desses países. Um efeito correlato é que a financeirização subordinada promove a acumulação de reservas devido a entradas volumosas de capital externo, que são retidas como forma de proteção para possíveis fugas de capital. O excesso de capital tende a fomentar a expansão dos balanços dos bancos domésticos com ativos de curto prazo (BONIZZI, 2014; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017).

As regras adotadas para a determinação da taxa de câmbio e da taxa de juros são vitais para a definição do espaço de autonomia de política macroeconômica de cada país. Os países desenvolvidos conseguem definir de maneira autônoma suas taxas de juros, ou seja, buscam atender apenas aos objetivos domésticos e possuem grande autonomia para desenvolver suas políticas econômicas. Por outro lado, os países em desenvolvimento dispõem de uma margem de manobra reduzida, visto que suas decisões políticas são subordinadas às necessidades de atrair capital, resultando em taxas de câmbio apreciadas, voláteis e elevadas taxas de juros (PRATES e CINTRA, 2007; DE CONTI et al, 2014).

No caso dos países em desenvolvimento, a flutuação do câmbio pode não fornecer uma margem de manobra maior para a adoção de políticas domésticas. Relembrando o trilema macroeconômico (a trindade impossível), diante de um ambiente com livre mobilidade de capital,

a política monetária só consegue agir de forma independente se a taxa de câmbio adotada for flutuante. Ou seja, sob taxas de câmbio fixas, o país não consegue ter autonomia de suas políticas. No entanto, este cenário não se mostra factível para as nações em desenvolvimento. Em um mundo globalizado e financeiramente integrado, as decisões dos países centrais acabam impactando as políticas domésticas das demais economias, independentemente do regime cambial adotado.

Assim, as economias em desenvolvimento se deparam com uma ‘dualidade impossível’ (FLASSBECK, 2001) ou um ‘dilema’ (REY, 2013). De fato, esses países enfrentam riscos de inadimplência em moeda estrangeira mesmo com taxas de câmbio flexíveis, devido às obrigações externas firmadas em moeda forte como o dólar americano. Também estão sujeitos a déficits em conta corrente e precisam manter um nível robusto de reservas internacionais para amortecer possíveis saídas de capital externo.

Portanto, as economias que são financeiramente integradas de forma subordinada utilizam as taxas de câmbio e de juros para atrair capitais externos, tornando-se mais dependentes das decisões internacionais e vulneráveis a choques especulativos. Seu processo de financeirização se desenvolve através da configuração externa e das decisões de portfólio dos investidores internacionais. Como resultado, os países em desenvolvimento possuem autonomia reduzida de suas políticas pois precisam constantemente atrair investimentos externos e moldam sua estrutura econômica para gerar credibilidade e confiança aos investidores internacionais.

Hierarquia das moedas

A hierarquia monetária apresenta uma distribuição das moedas dos países de acordo

... as economias que são financeiramente integradas de forma subordinada utilizam as taxas de câmbio e de juros para atrair capitais externos, tornando-se mais dependentes das decisões internacionais e vulneráveis a choques especulativos.



com sua capacidade de exercer as funções básicas da moeda no plano internacional³. No topo, está a moeda-chave, isto é, aquela de maior liquidez e que é facilmente negociável no mercado global. O dólar americano se encontra no topo da hierarquia das moedas e exerce o papel de moeda-chave no atual SMI. Como possui elevado grau de liquidez e por ser a unidade monetária mais utilizada nas transações internacionais, é considerado a moeda mais segura e líquida, conseqüentemente, os agentes vão preferir denominar e liquidar seus contratos utilizando o dólar americano, principalmente em momentos de incerteza. Para honrar seus contratos, os agentes precisam converter as moedas de menor liquidez em uma moeda que seja aceita internacionalmente.

Os Estados Unidos assumem um papel de 'banqueiro mundial' na dinâmica econômica internacional, pois sua moeda é o principal meio de pagamento e unidade de conta nas negociações globais. Além da função de reserva de valor, a capacidade de uma moeda cumprir obrigações - especialmente obrigações financeiras - determina seu prêmio de liquidez internacional. No passado, a libra esterlina encontrava-se no topo da hierarquia e, portanto, assumia o papel de moeda credora. Agora, esta função pertence ao dólar americano, pois os passivos internacionais são nela denominados.

De maneira oposta, as moedas dos países em desenvolvimento encontram-se nos níveis mais baixos devido ao seu menor prêmio de liquidez e, como precisam oferecer um rendimento mais alto, esses países acabam elevando suas taxas de juros para atrair investimentos externos e compensar sua baixa liquidez (DE CONTI et al, 2014; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017; FRITZ et al, 2017).

Os países em desenvolvimento precisam adotar medidas que compensem a baixa liquidez e conversibilidade de suas moedas. Evidentemente, esse cenário provoca efeitos deletérios na macroestrutura e crescimento dessas nações. Os

Estados Unidos, enquanto detentores da moeda-chave do SMI atual, possuem uma grande autonomia de suas políticas monetária, fiscal e cambial. Em um cenário de livre mobilidade de capitais e regime de câmbio flexível, essa hegemonia norte-americana torna-se maior e reforça a inserção assimétrica dos demais países.

Em períodos de *boom* e euforia econômica, o apetite ao risco é elevado e os investidores internacionais buscam aplicar seus recursos nos países cujas moedas possuem baixa liquidez, esperando que elas se valorizem devido ao diferencial da taxa de juros e expectativa de ganhos na Bolsa. Quando há reversão do ciclo e aumento da incerteza, os investidores vão preferir manter posições (ou manter riqueza) nas moedas de maior liquidez e proteção, retirando seus ativos dos países que apresentam maiores riscos, sobretudo nas economias em desenvolvimento, provocando depreciações acentuadas e efeitos deletérios sobre a macroeconomia dessas economias. Esse movimento pendular dos fluxos de capital externo pressiona a taxa de câmbio doméstica e as economias em desenvolvimentos tornam-se dependentes de aumentos contínuos da taxa de juros para compensar seu baixo prêmio de liquidez e atrair os investidores.

Em síntese, as moedas dos países em desenvolvimento enfrentam alguns obstáculos para exercer plenamente as funções da moeda no ambiente externo e acabam sendo utilizadas como ativos financeiros, devido ao seu baixo grau de liquidez internacional. Como não conseguem tomar empréstimos na sua moeda doméstica e seus arranjos econômicos são vistos como arriscados e incertos pelos investidores internacionais, ao absorverem poupança externa, incorrem no risco de descasamento de moedas nos balanços patrimoniais das empresas que assumem dívidas em moeda estrangeira. Assim, as economias que possuem passivos externos em moeda estrangeira ficam sujeitas a fragilidades financeiras e possuem dificuldades em se proteger através de operações de *hedge*.

³ A moeda possui três funções básicas: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor.



Considerações finais

As instabilidades macroeconômicas e o baixo grau de autonomia das políticas nacionais estão organicamente relacionados à inserção subordinada dos países em desenvolvimento. Diante de uma dinâmica global assimétrica, as nações cujas moedas exercem a função de reserva de valor possuem forte influência sobre as políticas monetária e cambial daquelas que se encontram nos níveis mais baixos da hierarquia monetária. A maior amplitude e sofisticação dos sistemas financeiros das economias avançadas garante um elevado grau de autonomia doméstica e significativa influência sobre as decisões econômicas do resto do mundo.

De maneira oposta, os países em desenvolvimento absorvem as externalidades geradas por esse processo e precisam moldar suas políticas para responder às determinações impostas pelos países com maior soberania. A financeirização subordinada reduz o espaço de políticas macroeconômicas e as economias em desenvolvimento se deparam com uma margem de manobra pequena para atuar contraciclicamente.

Portanto, a inserção subordinada e a posição no extremo inferior da hierarquia monetária prejudicam a autonomia das políticas econômicas dos países em desenvolvimento, pois precisam oferecer um diferencial de juros maior para atrair os investidores externos e compensar a baixa liquidez de suas moedas. Ficam, assim, sujeitos aos movimentos dos fluxos de capital, volatilidade do câmbio e dependentes de níveis elevados taxas de juros reais.

Como as economias em desenvolvimento são detentoras das moedas com menor liquidez, elas precisariam reduzir o passivo externo líquido para resgatar a autonomia de suas políticas macroeconômicas. A adoção de critérios de regulação ajudaria a controlar a entrada de capitais externos de curto prazo. Além disso, estes países deveriam buscar uma taxa de câmbio estável e competitiva mantendo a estabilidade de preços.

Os formuladores de política devem buscar promover o desenvolvimento dos mercados

financeiros domésticos e reduzir a dependência de capitais externos. Ademais, o controle da conta financeira pode ser uma boa estratégia para limitar as entradas e saídas de capitais. Torna-se vital que os países busquem aumentar o espaço de manobra de suas políticas e reduzir as vulnerabilidades externas, garantindo um setor produtivo robusto e o bem-estar da população. Para tanto, o Estado deve resgatar seu papel como condutor da economia e provedor de serviços públicos básicos à população, para que as bases do desenvolvimento sustentável e melhoria na distribuição da renda possam se efetivar.

Referências

- BONIZZI, Bruno. 2014. Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey. *International Journal of Political Economy*, v. 42, n. 4, p. 83–107, 2014.
- DE CONTI, Bruno M.; PRATES, Daniela M.; PLIHON, Dominique. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 23, n. 2 (51), p. 341–372, ago. 2014.
- FLASSBECK, Heiner. The exchange rate: economic policy tool or market price? UNCTAD, *Discussion Papers*, n. 157, nov. 2001.
- FRITZ, Barbara.; PRATES, Daniela. M.; PAULA, Luiz. Fernando. Keynes at the Periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy for emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 3, p. 1–20, mai. 2017.
- KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 2017.
- PRATES, Daniela M.; CINTRA, Marcos Antonio M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. *Texto para Discussão*, IE/ UNICAMP, n. 137, out. 2007.
- REY, Hélène. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *London Business School*, CEPR e NBER, ago. 2013.



COVID-19 E O “PECADO ORIGINAL REDUX”

Luiz Fernando de Paula
Professor da UFRJ e do IESP/Uerj e pesquisador do FINDE/UFF

Barbara Fritz
Professora na Freie University, Berlin

Daniela Prates
Economista Senior na UNCTAD e professora da Unicamp

ÍNDICE

A pandemia da Covid-19 levou a uma forte reversão da terceira onda de fluxos de capitais para as economias emergentes (EMs) na fase de globalização financeira.

Pode-se, grosso modo, identificar três ondas principais desde a década de 1990, quando as EMs passam a se inserir nesta fase: a primeira começa no início e termina no final desta década com uma sequência de crises financeiras e cambiais na América Latina, Leste Asiático e a Rússia; uma segunda onda inicia-se com o novo milênio, terminando com uma parada abrupta em 2008 com a Crise Financeira Global; por fim, desencadeado por políticas agressivas de flexibilização quantitativa por parte dos bancos centrais das economias avançadas, um terceiro ciclo de globalização financeira começa a partir de meados de 2009, com fluxos de capitais cada vez maiores e diversificados, com destaque para o aumento da participação de não-residentes em aplicações (ações e títulos) em moeda local nos mercados domésticos das EMs. A volatilidade inerente a esses fluxos atingiu seu pico nos meses imediatamente após a eclosão da pandemia Covid-19 e sua decorrente crise econômica global.

A alta incerteza relacionada à propagação da pandemia aumentou enormemente os temores sobre o futuro, desencadeando saídas de portfólio sem precedentes de EMs, atingindo primeiro os mercados de ações e, na sequência, os mercados de títulos, resultando em deflação nos preços das

ações, um aumento acentuado nos *spreads* de títulos e abrupta depreciação das moedas domésticas. As saídas líquidas de capitais das EMs somaram US\$ 104,8 bilhões durante a crise da Covid-19, mais de três vezes os US\$ 33,0 bilhões registrados na Crise Financeira Global, em ambos considerando os 90 dias após o início do evento (Figura 1).

No entanto, desde abril de 2020, esse movimento perdeu ímpeto com a recuperação parcial dos influxos de portfólio de capital para as EMs, o

A maior presença de investidores estrangeiros nos mercados de capitais locais aumentou a transmissão de choques financeiros internacionais para esses mercados, uma vez que os surtos de entrada e saída de não residentes afetam não apenas os preços dos ativos domésticos, mas também as taxas de câmbio.

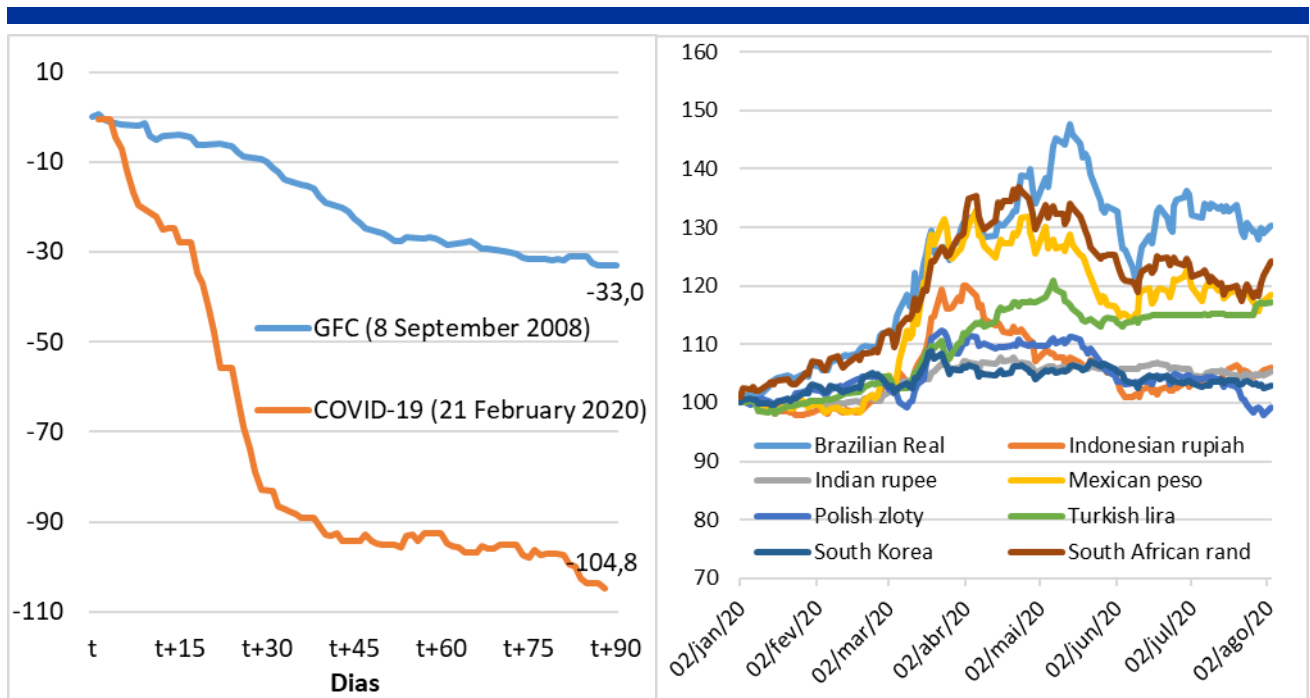
que fez com que os preços de muitos ativos retornassem mais perto aos níveis que eram mantidos antes do pânico. Como os bancos centrais das grandes economias avançadas injetaram quantidades sem precedentes de liquidez em suas economias em resposta à crise recente, os investidores globais tiveram pouca escolha a não ser buscar maiores rendimentos nas EMs. Esta retomada nos fluxos de capitais, entretanto,

além de perder ímpeto em agosto de 2020, refletindo as incertezas da recuperação econômica em boa parte das EMs, tem sido bastante desigual entre países, favorecendo países com grau de investimento (*investment grade*) em seus títulos soberanos, tal como China e Coreia do Sul (Wheatley, 2020).

Um importante determinante das saídas de capital recordes de EMs durante a crise Covid-19 é a crescente importância dos fundos orientados por *benchmark* (*benchmark-driven funds*), ou fundos passivos. Estes seguem um índice de referência



Figura 1. Saídas líquidas de portfólio de economias emergentes selecionadas* - US\$ bilhões (esquerda) e taxa de câmbio (US\$ / moeda local; 100 = 2 de janeiro 2020), janeiro-agosto de 2020 (direita)



Fonte: Cálculos do Secretariado da UNCTAD com base no banco de dados do IIF (Institute for International Finance), Daily Emerging Market Portfolio

(*) Países selecionados: África do Sul, Arábia Saudita, Brasil, China, Coreia do Sul, Filipinas, Índia, Indonésia, México, Paquistão, Sri Lanka, Tailândia, Turquia e Vietnã.

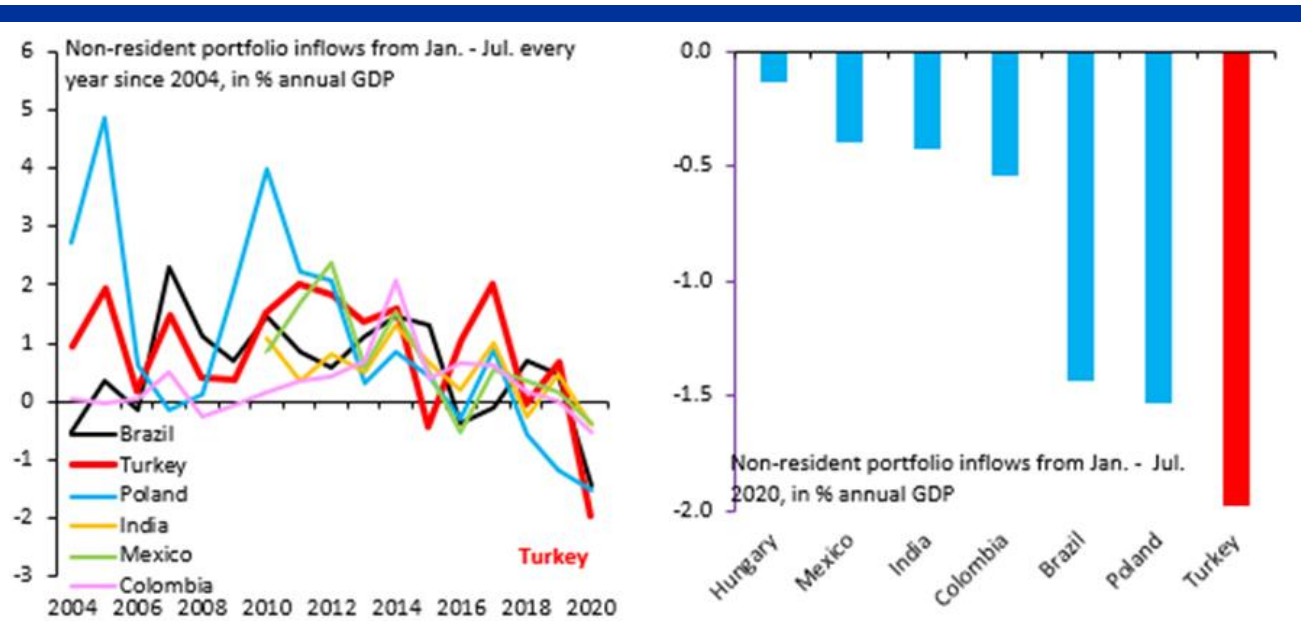
emblemático com uma lista predefinida de países e títulos com pesos específicos (JP Morgan EMBI ou Morgan Stanley's MSCI) e que são muito mais fortemente influenciados por fatores externos: o comportamento desses fundos tem contribuído sobremaneira para a forte correlação entre as decisões de portfólio dos gestores de ativos durante a crise da Covid-19, reforçando o comportamento de manada dos investidores que é típico de tais circunstâncias. Além disso, como ressalta o relatório da UNCTAD (2020), os fundos ativos também são influenciados por esses *benchmarks*, pois seus gestores não podem correr o risco de ter um desempenho inferior aos fundos passivos e, como consequência, perder clientes ou mesmo o próprio emprego. Segundo algumas estimativas, cerca de 70% das alocações dos fundos de investimento dedicados às EMs sofrem influência (direta ou indireta) desses índices.

A combinação da crise da Covid-19 e a queda acentuada dos preços do petróleo levaram a uma forte desvalorização cambial nas EMs entre o

final de fevereiro e meados/final de março de 2020, em uma tendência que continuou em abril em alguns países como Brasil, África do Sul e a Turquia, mais do que em outros (Figura 1). A Figura 2 mostra que se considerarmos os fluxos de capitais líquidos de janeiro a julho deste ano para algumas EMs, há uma queda sincronizada nesses países em 2020, sendo, entretanto, maior na Turquia, Polônia e Brasil, pressionando mais fortemente suas respectivas taxas de câmbio. Turquia e Brasil, junto com Índia, México e Colômbia, estão entre as economias mais atingidas pela pandemia.

A maior presença de investidores estrangeiros nos mercados de capitais locais aumentou a transmissão de choques financeiros internacionais para esses mercados, uma vez que os surtos de entrada e saída de não residentes afetam não apenas os preços dos ativos domésticos, mas também as taxas de câmbio. Na verdade, as enormes desvalorizações cambiais têm um forte impacto nas EMs, podendo afetar tanto



Figura 2. Fluxos líquidos de capitais externos em países emergentes selecionados (% do PIB)

Fonte: IIF Daily Emerging Market Portfolio

residentes que tenham acumulado dívidas em moedas estrangeiras, quanto, dependendo do estágio do ciclo econômico, os preços dos produtos comercializáveis em moeda doméstica. Vejamos com mais detalhes esse processo.

Em primeiro lugar, como a maioria das EMs acumulou dívida externa corporativa antes da crise da Covid-19, estimulada por custos de empréstimos historicamente baixos e vários incentivos que favorecem o aumento da dívida externa, uma desvalorização cambial mais acentuada, juntamente com uma forte alta dos spreads das dívidas, aumentou os custos para os tomadores de dívidas em moeda estrangeira (OCDE, 2020).

Em segundo lugar, a redução dos preços dos ativos financeiros em termos da moeda local dos investidores estrangeiros acabou por desencadear a venda de ativos financeiros por não-residentes, o que resultou em novas rodadas de saídas de capitais (Hofmann et al., 2020). Este último evento está relacionado ao surgimento de uma nova fonte de vulnerabilidade externa – denominado recentemente de “pecado original restaurado” ou em inglês “*original sin redux*”.

O novo perfil de passivos externos das EMs

detidos por investidores globais – acima referido – cria novos canais de transmissão de choques financeiros e, com isso, uma nova fonte de vulnerabilidade externa, relacionada a presença de investidores estrangeiros em mercados domésticos. Até onde sabemos, esse novo fenômeno tem permanecido bastante despercebido no trabalho acadêmico e na orientação de políticas.

“Pecado original redux” é um termo cunhado por economistas do *Bank for International Settlement* (BIS) (Carsten e Shin, 2019; Hofmann et al., 2020) para compreender este novo tipo de vulnerabilidade. Os autores enfatizam que, como os investidores estrangeiros têm ativos nas moedas das EMs, mas obrigações com os clientes na moeda de seu país, a depreciação da moeda de uma EM pode desencadear vendas de títulos e ações.

O “pecado original redux” durante o ápice da crise da Covid-19 ajuda a explicar a saída de capitais das EMs nunca vista antes, em termos de volume e velocidade; e também a sua rápida e parcial recuperação, com percurso muito volátil nos meses a seguir. À medida que os investidores internacionais procuraram vender o mais rápido possível os ativos nos mercados financeiros



domésticos que estavam com preços em queda, exerceram assim uma pressão ainda mais forte sobre as taxas de câmbio desses países. Entretanto, quando os preços dos ativos atingiram mínimos recordes, esses investidores com sua fome recuperada por rendimentos voltaram gradual e parcialmente a investir em ativos das EMs denominados tanto em moeda estrangeira quanto doméstica.

Por outro lado, os efeitos do pecado original (*original sin*), tal como concebido na sua forma original por Eichengreen et al (2002), também aumentaram no período de globalização financeira, devido aos maiores volumes de dívidas e sofisticação financeira. Este conceito destaca a impossibilidade de um país emitir títulos no exterior em sua própria moeda, o que pode gerar um problema de descasamento de moedas no tomador de crédito um fenômeno que foi típico do período de internacionalização financeira quando houve predomínio dos empréstimos externos nos fluxos de capitais nos anos 1970 e 1980, mas que se manteve também na fase de globalização financeira.

Concluindo, o novo padrão de vulnerabilidade externa criou um grau de complexidade sem precedentes, tornando cada vez mais difícil prever ganhos e perdas para os agentes nos mercados globais em períodos de turbulência global. As reações cada vez mais bruscas aos choques

externos expuseram as EMs a uma maior volatilidade dos fluxos de capitais e das variações cambiais, com todos os seus conhecidos e danosos efeitos sobre o crescimento econômico.

Referências:

- Carstens, A. e Shin, H.S. 2019. 'Emerging markets aren't out of the woods yet'. *Foreign Affairs*, 15 de março.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., e Panizza, U., 2002. 'Original sin: The pain, the mystery and the road to redemption', paper presented at a conference on Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original Sin, Inter-American Development Bank
- Hofmann, B., Shim, I. e Shin, H.S. 2020. 'Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic', *BIS Bulletin* no. 5, abril.
- OECD 2020. 'Covid-19 and global capital flows', available at https://read.oecd-ilibrary.org/view/?ref=134_134881-twep75dnkt&title=Covid-19-and-global-capital-flows
- UNCTAD 2020. Trade and Development Report, disponível em: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2020_en.pdf.
- Wheatley, J. 2020. 'Investors are getting pickier in emerging markets'. *Financial Times*, 22/09/2020.



MUDANÇA CLIMÁTICA E FINANCIAMENTO PÚBLICO: PONDERAÇÕES SOBRE O ESTADO PLANEJADOR

Carmem Feijó

Professora titular na UFF, pesquisadora CNPq e coordenadora do FINDE/UFF

Marco Crocco

Professor titular na UFMG e presidente do Parque Tecnológico de Belo Horizonte e pesquisador do FINDE/UFF

Carlos Henrique Horn

Professor da UFRGS e pesquisador do FINDE/UFF

Fernanda Feil

Doutoranda de Economia (UFF), bolsista da FAPERJ 10 e pesquisadora do FINDE/UFF

ÍNDICE

São grandes os desafios à estrutura produtiva e aos padrões de consumo impostos pelo compromisso de redução das emissões de gás carbônico com o propósito de limitar os efeitos do aquecimento global a 1,5°C acima do nível pré industrial. As mudanças requeridas para o atingimento das metas determinadas pelo acordo do clima firmado na COP-21 possuem implicações profundas para as políticas econômicas e, também, para o sistema financeiro. Mesmo frente aos desafios antevistos pela mudança climática, apenas recentemente os riscos envolvidos na transição para uma economia adequada às restrições do meio ambiente têm sido considerados tanto por governos como pelo sistema financeiro.

A construção de uma nova convenção de desenvolvimento que leve em conta as restrições impostas pelo meio ambiente é essencial. Assim, impõe-se resgatar o papel do Estado como um planejador de longo prazo, em oposição ao entendimento de que o Estado deve ter uma interferência mínima na economia, restrito por regras e metas a serem cumpridas para garantir a estabilidade de preços. O resgate do papel de planejador, atuando também em parceria com os diferentes segmentos empresariais, implica atribuir ao Estado o papel de principal coordenador das expectativas em relação ao processo de transição verde, ou seja, ao processo de reformulação dos setores econômicos de forma a atingir as metas climáticas.

.... problema da transição verde, os efeitos das mudanças patrimoniais envolvidas no ajustamento da economia às metas climáticas.

Para levar a cabo o planejamento de longo prazo, uma nova estrutura de financiamento deve ser modelada. Cumprir os desafios impostos pela mudança climática gerará o fechamento de setores tradicionais e a criação de outros, afetando o estoque de riqueza do mundo. Carney (2015) identifica, como um problema da transição verde, os efeitos das mudanças patrimoniais envolvidas no ajustamento da economia às metas climáticas. Assim, uma nova convenção para os negócios com prioridade nas questões climáticas poderá gerar perdas significativas para o sistema financeiro privado, que não possui, por sua natureza, estrutura capaz de conduzir o processo de transição. Neste caso, instituições financeiras públicas, inseridas no contexto amplo do Estado planejador, deverão exercer um papel primordial na reestruturação produtiva e no direcionamento do crédito aos setores sustentáveis.

Até o momento, a questão climática é considerada, nas avaliações do sistema financeiro, sob a ótica dos riscos sociais e ambientais que os projetos financiados impõem à sociedade e ao meio ambiente. Uma nova abordagem deve considerar também o risco que o meio ambiente pode causar a um projeto a ser financiado. Os modelos de risco adotados por instituições financeiras consideram o meio ambiente como um elemento dado e constante, sendo apenas marginalmente afetado pelos efeitos do projeto singular financiado. Inverter a lógica da avaliação, tornando o meio ambiente o protagonista a



ameaçar novos projetos de investimento, implica considerar a possibilidade de perdas financeiras muito maiores. Vale ainda destacar que os riscos climáticos estão apenas começando a se materializar e suas consequências não são conhecidas, são apenas projetadas e, portanto, não podem ser extrapoladas. (Bolton, *et al.*, 2020, pp. 20-21).

Hoje, reconhecem-se três tipos de riscos associados às mudanças climáticas afetando os negócios: o risco físico, o risco de responsabilidade e o risco de transição. Os **riscos físicos** resultam das mudanças nas próprias condições climáticas e de seus impactos diretos, por variações agudas ou de tendência – por exemplo, aquecimento global, ondas de calor, secas, aumento do nível do mar, eventos climáticos extremos –, que impõem danos à propriedade e afetam significativamente a produção e o comércio de bens e serviços. Os **riscos de responsabilidade** são derivados daqueles que sofreram perdas resultantes da mudança climática e buscam por compensação daqueles que consideram

responsáveis por tais mudanças. Já os **riscos de transição** procedem da reação socioeconômica ao ajustamento rápido à economia de baixo carbono, fruto de políticas de mitigação ou adaptação aos efeitos das mudanças climáticas – por exemplo, a introdução de políticas relacionadas às mudanças climáticas, como impostos

sobre carbono, novos regulamentos ou regras produção de certos bens, desenvolvimento e implantação tecnológica, evolução das preferências do consumidor, litígio (Carney, 2015).

Em 2020, um grupo de pesquisadores do BIS (Bolton, *et al.*, 2020) alertou que a crise ambiental e seu consequente risco físico poderiam levar a eventos do tipo **cisnes verdes**, em referência ao conceito de cisne negro, de Nassim Nicholas

Taleb (2008). Os cisnes verdes assemelham-se aos cisnes negros típicos, sendo, no entanto, relacionados ao meio ambiente e mudança climática; suas chances de ocorrência não se refletem em dados passados e a possibilidade de valores extremos é esperada. Na visão de Bolton *et al.* (2020), os cisnes verdes se referem a fenômenos mais graves do que as crises financeiras recentes, dado que podem representar ameaça existencial à própria humanidade. Seus efeitos têm a capacidade de reações em cadeia, cujos desdobramentos em cascata podem gerar uma dinâmica ambiental, geopolítica, social e econômica fundamentalmente imprevisível. As profundas incertezas envolvidas e a necessária transformação estrutural do sistema socioeconômico e financeiro em nível global são tais que não há um único cenário que forneça uma visão completa dos potenciais impactos políticos, geográficos, macroeconômicos, setoriais e sociais causados pelas mudanças climáticas. Assim, os impactos de uma crise provocada por cisnes verdes têm consequências desconhecidas, uma vez que envolvem múltiplos eventos inter-

relacionados, colocando a necessidade de respostas coordenadas não apenas em suas dimensões sanitárias, econômicas e ambientais, como também em sua escala política, necessariamente global.

Desta forma, os sistemas financeiros domésticos precisam se adaptar às novas realidades e os supervisores financeiros podem e devem orientar ativamente os atores do

mercado em uma direção clara, a da transição verde gerenciada, que procure construir um cenário de minimização dos danos ao sistema financeiro e à economia em geral. Os bancos centrais, juntamente com outras instituições de Estado, devem atuar em consonância no sentido de minimizar tais impactos e assegurar uma transição produtiva eficiente (Chenet, *et al.*, 2019).

Para expressar a dimensão do desafio envolvido na mudança de convenções, Mark Carney cunhou

Até o momento, a questão climática é considerada, nas avaliações do sistema financeiro, sob a ótica dos riscos sociais e ambientais que os projetos financiados impõem à sociedade e ao meio ambiente. Uma nova abordagem deve considerar também o risco que o meio ambiente pode causar a um projeto a ser financiado.



o termo “**tragédia do horizonte temporal**”. Com isso, chama a atenção para o fato de que os impactos climáticos são de longo prazo, enquanto a lógica do *policy maker* é limitada pelo tempo de seu mandato e a do mercado financeiro, pela lógica de busca de lucro no curto prazo, a conhecida *miopia de mercado*.

Nessa perspectiva, o sistema financeiro privado não será capaz de liderar a transição produtiva, fazendo com que os agentes financeiros públicos em geral e os bancos de desenvolvimento em particular assumam certa primazia na condução do processo. Tais instituições, cuja existência na literatura convencional é justificada tão somente em virtude de falhas de mercado, na perspectiva não convencional devem agir de forma pró-ativa e intencional, como vetores de mudança estrutural na economia. Caberia aos bancos públicos, assim, a tarefa de criar e moldar mercados e políticas estratégicas para o desenvolvimento (Mazzucato & Penna, 2015).

As instituições financeiras públicas podem também exercer um notável papel de coordenação das políticas públicas ao reduzirem os problemas associados a lacunas de informação e ao fomentarem um estado de confiança que evite as crises de liquidez, sustentando, assim, um ciclo virtuoso de crescimento (Feil & Feijó, 2019). Dentre outras diretrizes, a estratégia de transição verde que conte com um sistema financeiro público deverá promover novos arranjos produtivos que potencializem o desenvolvimento, reduzindo desigualdades sociais e regionais e ampliando a complexidade setorial do tecido econômico.

As funções de coordenação e de principal provedor de *funding* para a transição verde impõem um duplo desafio às instituições públicas

de fomento, dada sua condição presente, a saber: maior capitalização e volume de recursos. Uma alternativa de operação simples, mas que no Brasil exige prévia mudança de regramento, é a da mobilização de recursos originados por títulos públicos especiais – “**Títulos de Desenvolvimento Sustentável**” –, a serem emitidos pelo Tesouro Nacional e direcionados ao financiamento de longo prazo de projetos de desenvolvimento por meio das instituições financeiras públicas. Tais títulos funcionariam como uma emissão de moeda com destino carimbado. Assim, os Títulos de Desenvolvimento seriam utilizados para gerar os recursos financeiros necessários a projetos de investimento que se evidenciem viáveis e que tenham a capacidade de alterar a estrutura da economia, mormente os projetos de infraestrutura, inovação e da política industrial destinados à transição produtiva.

Pode-se considerar, ainda, que o Estado procure criar mercados para que o sistema financeiro reoriente seus investimentos para projetos mais limpos, enfrentando a dinâmica de reestruturação em setores altamente intensivos na emissão de gás carbônico e novamente atuando de modo a que a transição não afete a estabilidade do sistema financeiro.

Adicionalmente, será necessária a reformulação do papel dos bancos centrais, que também passarão a desempenhar essa missão primordial do Estado. A exemplo das medidas não convencionais de política monetária, a estratégia de transição verde poderia se apoiar em uma política de **Green Quantitative Transition**, ou “flexibilização quantitativa para a transição verde”. Ou seja, com o objetivo de que a

¹ *Green Quantitative Transition* seria uma política inspirada no Quantitative Easing, ou flexibilização quantitativa, implementada inicialmente pelo Banco do Japão no início do século, e difundida pelo Federal Reserve, o banco central dos EUA, e posteriormente pelo Banco Central Europeu, para lidar com a crise financeira que se iniciou no biênio 2007-2008. Trata-se da injeção de liquidez na economia por meio da compra de ativos das instituições financeiras e da emissão de títulos públicos. A flexibilização quantitativa verde seria implementada com os mesmos princípios, mas direcionada ao processo de transição climática. Dessa monta, o banco central emitiria títulos para capitalizar os bancos de forma a garantir que a instituição financiasse projetos necessários para a transição, sem esbarrar nos empecilhos resultantes do mercado de crédito privado.

² Empresa não financeira vinculada ao Ministério da Fazenda, criada pelo Tesouro Nacional no âmbito do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef) no fim dos anos 1990



transição não afete o sistema financeiro, o banco central proveria auxílio por meio da compra de ativos depreciados devido à rápida transição climática, condicionando o pacote de resgate ao financiamento obrigatório de projetos de sustentabilidade ambiental ou indústrias verdes.¹

Simultaneamente, caberia ao banco central criar uma empresa – nos moldes da Empresa Gestora de Ativos (Emgea)² – que tratasse de transferir títulos públicos para os bancos federais em troca de seus ativos problemáticos (ou podres). Instrumento semelhante foi utilizado pelo Fed em 2008. Tal empresa serviria para gerir a troca dos ativos financeiros ligados à tecnologia antiga – ou marrom – por ativos ligados à tecnologia verde.

No contexto da transição verde, a ação coordenada do Estado e de suas instituições é essencial. O Estado planejador, com políticas públicas que excedam o horizonte temporal de governos singulares, impõe-se como condição da nova realidade. Em tal processo, não apenas o financiamento deve se socorrer, prioritariamente, dos bancos públicos, com ênfase nos bancos de desenvolvimento, como os recursos devem ser mobilizados sem a interferência da lógica privada, a qual subjugaria o processo às contradições do próprio sistema financeirizado, e os instrumentos de financiamento precisam evoluir de acordo. Essas funções encontram seu veículo de

consecução apenas nas instituições financeiras públicas dotadas de missão e inseridas no bojo do Estado planejador. E sua missão, na atual quadra da história humana, é a de fortalecer o processo de inovação produtiva com base em eficiência energética e tecnologia verde e conectada com a necessidade de redução das desigualdades sociais, viabilizando a necessária mudança estrutural da economia.

Bibliografia

- Bolton, P. et al., 2020. *The green swan - Central banking and financial stability in the age of climate change*. s.l.:BIS.
- Carney, M., 2015. Breaking the Tragedy of the Horizon—climate change and financial stability. *Speech given at Lloyd's of London, Bank of England.*, 25 09, p. <https://www.bis.org/review/r151009a.pdf>.
- Chenet, H., Ryan-Collins, J. & Lervén, F., 2019. *Climate-related financial policy in a world of radical uncertainty: towards a precautionary approach*, Working Paper 2019 -13: IIPP - UVL Institute for Innovation and Public Purpose.
- Feil, F. & Feijó, C. A., 2019. *Bancos de desenvolvimento como 'braço de política econômica': uma interpretação Minskiana aplicada ao caso do BNDES*, Rio de Janeiro: Texto para Discussão - Finde 01/2019.
- Mazzucato, M. & Penna, C., 2015. *Beyond Market*



FINANÇAS VERDES – DO NICHU AO MAINSTREAM?

Paulo Gonzaga M. de Carvalho

Pesquisador do FINDE/UFF e Diretor da Sociedade Brasileira de Economia Ecológica (ECOECO)

ÍNDICE

“I believe we are on the edge of a fundamental reshaping of finance”

Larry Fink (CEO da BlackRock)

Quem pertence à área ambiental, em diversos momentos, acreditou que havia chegado um ponto de inflexão no qual a preocupação ambiental, e mais especificamente as mudanças climáticas, iria finalmente sair de um nicho e entrar no *mainstream* das políticas dos setores público e privado e seriam levadas adiante com a seriedade que o tema merece. Foi assim, por exemplo, depois da Rio+20 (2012) e antes das Conferências das Partes (COP) de Copenhagen (2009) e Paris (2015) e também, quando as Nações Unidas estabeleceram os Objetivos do Desenvolvimento do Milênio (ODM) (2000) e os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável (ODS) (2015)². Apesar dos avanços, em todos esses casos, o resultado foi frustração, em maior ou menor grau, pois as entregas ficaram bem abaixo das expectativas.

O ano de 2020, mesmo sem conferências da ONU, parece marcar um ponto de inflexão positivo. Uma série de eventos no mundo apontam nessa direção: o destaque da temática ambiental no encontro de Davos; Bank for International Settlements (BIS) divulga o estudo sobre o “Cisne Verde”; BlackRock – maior gestora de ativos do mundo – adere aos compromissos socioambientais. No Brasil tivemos o Banco Central – tradicional baluarte do

conservadorismo – anunciando sua “Nova Agenda Sustentável”, cartas de grandes empresários e também, uma exclusiva dos três maiores bancos privados, defendendo políticas de sustentabilidade para a Amazônia.

Esta nova realidade surpreende, mas não totalmente. Essas mudanças de atitude foram construídas ao longo dos últimos anos. Há várias indicações no Brasil e no exterior, de que este é o ano em que as finanças verdes³, e mais especificamente a preocupação ambiental no meio empresarial deixa de ser algo praticado num nicho de empresas e começa, efetivamente, a entrar no *mainstream*. Note-se que falamos aqui em “começa a efetivamente a entrar” e não em “já está” no *mainstream*.

Estamos vivenciando um efetivo ponto de inflexão, ou só uma mudança de patamar, fruto da evolução natural do processo de conscientização sobre a necessidade de preservação ambiental? Novamente teremos muitas promessas e poucos resultados? Não temos ainda como responder a essas perguntas. O que este artigo se propõe é mostrar como se chegou no atual estágio e fazer um balanço do estado de coisas. Dado a limitação de espaço iremos nos concentrar nos eventos recentes. Seguiremos aproximadamente a ordem

¹ Por questões de espaço se optou por restringir as citações bibliográficas. Agradeço as críticas e sugestões de Eloisa Silva, Pedro Castro, Adriano Sampaio e Carmem Feijó. Texto enviado para publicação em 19/10/20

² Para uma avaliação crítica dos ODM e o surgimento dos ODS vide Carvalho e Barcellos (2015).

³ “Finanças verde pode ser entendido como o financiamento de investimentos que proporcionem benefícios no contexto mais amplo do desenvolvimento ambientalmente sustentável”. (G20 2016 p. 3). Fazem parte deste mercado, por exemplo, fundos de investimento, fundos imobiliários e títulos de renda fixa (green bonds), como debêntures, que podem, inclusive, estar associadas ao desempenho da empresa na área socioambiental. Segundo levantamento de repórter da Valor Econômico (Bertão 2020) em julho desse ano haveria no Brasil doze fundos de investimento nesse segmento. Para uma discussão sobre as diferentes definições e concepções de finanças verdes vide UNEP 2016.



cronológica dos acontecimentos. Curiosamente todos eventos internacionais a que nos referimos – encontro de Davos, publicação do estudo do BIS e o anúncio da BlackRock – ocorreram em janeiro.

O encontro de Davos de 2020

O ano de 2020 marcou os 50 anos do encontro do Fórum Econômico Mundial em Davos. Neste encontro de grandes líderes mundiais com empresários, pela primeira vez houve mais sessões sobre questões ambientais do que sobre macroeconomia.

Um dos marcos do encontro foi a divulgação do Relatório Global de Riscos 2020 elaborado pelo Fórum. Nesta publicação consta uma pesquisa feita junto a 750 tomadores de decisões e especialistas sobre os principais riscos globais e pela primeira vez, desde que o estudo se iniciou, os cinco mais prováveis riscos nos próximos dez anos serão todos ambientais⁴: eventos climáticos extremos; falha em mitigar e se adaptar às mudanças climáticas; danos e desastres ambientais provocados pela ação humana; grande diminuição de biodiversidade e colapso do ecossistema (terrestre ou marinho); desastres naturais graves (WEF 2020 A).

Há poucas dúvidas de que, no encontro de Davos, o *establishment* mundial estava fortemente mobilizado pelo tema. Essa postura é sobretudo fruto do acordo de Paris da ONU, sobre mudanças climáticas, tinha sido assinado em 2016 estabelecendo como meta que o aumento da temperatura global não ultrapasse 2 graus centígrados frente aos níveis pré-industriais. Cada país signatário comprometeu-se a realizar um plano de combate às mudanças do clima e um relatório periódico do andamento das medidas de

mitigação tomadas, bem como, voluntariamente, estabelecer metas de diminuição de emissões de gases estufa.

O BIS e o Cisne Verde

O *Bank for International Settlements*⁵ (BIS) é uma instituição financeira internacional criada e gerida por bancos centrais. Seu objetivo é apoiar estes bancos na busca por estabilidade monetária e financeira. É considerado o banco central dos bancos centrais.

Em 2020 o BIS publicou o estudo de Bolton et al. intitulado o Cisne Verde o qual concluiu que as mudanças do clima são fonte de instabilidade

Há várias indicações no Brasil e no exterior, de que este é o ano em que as finanças verdes³, e mais especificamente a preocupação ambiental no meio empresarial deixa de ser algo praticado num nicho de empresas e começa, efetivamente, a entrar no mainstream.

financeira, gerando riscos (de crédito, de mercado, de liquidez, operacionais e de seguros) associados a danos climáticos (riscos físicos) e estratégias de mitigação mal estruturadas (riscos de transição para uma economia de baixo carbono)⁶. O nome Cisne Verde é uma alusão ao conceito de Cisne Negro de Nassim Taleb. Este último seria um evento raro,

inesperado, de grande impacto e que só pode ser explicado à posteriori. A analogia se justifica porque o processo das mudanças climáticas é permeado por profunda incerteza, não se aplicando as abordagens tradicionais de gestão de risco. Segundo Bolton et al. (2020) nas mudanças climáticas “as catástrofes são ainda mais graves do que a maioria das crises financeiras sistêmicas e a complexidade relacionada à mudança climática é de uma ordem superior a dos cisnes negros” (Bolton et al. 2020 p. 3 tradução nossa). Caberia, portanto, aos bancos centrais atuarem na área de mudanças climáticas.

A discussão deste tema no âmbito dos bancos centrais não se iniciou em 2020 e sim 2017 quando foi criado o *Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* (NGFS),

⁴Portanto, não se previa uma pandemia como um risco global provável.

⁵Banco de Compensações Internacionais

⁶Carney 2018 considera que além de riscos físicos e de transição existem também os de responsabilidade, referentes aos que sofreram perdas devido às mudanças climáticas e buscam compensação

⁷Tradução parcial de página do site do NGFS <https://www.ngfs.net/en/about-us/governance/origin-and-purpose> acesso em 17/09/20



do qual fazem parte atualmente 69 bancos centrais, tendo como membros-observadores Banco Mundial, BIS, FMI dentre outros. Seu propósito é “ajudar a fortalecer a resposta global necessária para cumprir os objetivos do acordo de Paris e melhorar o papel do sistema financeiro para gerenciar riscos e mobilizar capital para investimentos verdes e de baixo carbono”⁷.

Segundo José Eli da Veiga a atitude do NGFS seria eminentemente prudencial (defensiva), objetivando dar maior resiliência ao sistema financeiro frente aos diferentes cenários climáticos, “deixando em segundo plano a necessidade de impulsionar a transição da economia global mediante investimentos verdes” (Veiga 2020)

Nesse novo cenário não é de se estranhar a afirmação de Campos Neto, presidente do Banco Central (BC) de que “além de riscos à política monetária, as mudanças climáticas trazem riscos à estabilidade financeira, em função da “maior frequência de eventos extremos” e dos impactos disso sobre setores como agronegócio e imobiliário” (Taiair 2020 A). além dessa declaração, foi anunciada a Nova Agenda Sustentável do Banco Central, que seria a quinta dimensão da Agenda BC⁸ com três linhas de ação a saber: promoção de finanças sustentáveis; gerenciamento adequado dos riscos socioambientais e climáticos no Sistema Financeiro Nacional e integração de variáveis sustentáveis no processo de tomada de decisões do BC. Variáveis ambientais foram incluídas na missão do BC tanto em política monetária como em estabilidade financeira. Entretanto, não se sabe ao certo se (ou como) o tema constará do planejamento estratégico da entidade para 2020-2023, pois este está ainda em “fase de validação”, segundo site do BC, apesar de já estarmos no final de 2020. Portanto, ao contrário do discurso, a temática não está no *mainstream* da instituição.

Dentre as medidas recentes tomadas desta nova política destacam-se: entrada do BC para o

NGFS, memorando de entendimento com a *Climate Bonds Initiative* (CBI); criação de linha financeira de liquidez sustentável; estruturação e ampliação da coleta de informações sobre riscos ambientais; monitoramento de riscos climáticos e testes de estresse.

No entanto, como bem ponderaram Borges, Duran e Pinheiro (2020), a efetividade das medidas “depende de alterações regulatórias substanciais, da ambição do BC e da vigilância da sociedade civil”. Os autores destacam a importância de revisar a Resolução 4.327 de 2014 que trata da “Política de Responsabilidade Socioambiental” do setor financeiro e também o fato do BC não ter explicitado que critérios ESG seriam adotados na gestão da atual crise econômica. No Governo Bolsonaro com certeza são estreitos os limites do possível de um Banco Central “verde”.

Como o tema é novo na agenda do BC, espera-se que estivesse sendo muito debatido, mas não é isso que ocorre. Uma consulta ao seu site mostra que não há estudos sobre o assunto – vide textos para discussão, notas técnicas, estudos especiais, relatório de estabilidade financeira e de economia bancária etc. Não há dúvida de que o discurso no BC mudou, mas como a prática irá mudar, se o assunto não for estudado e debatido?

Há que se dar um crédito de confiança ao BC, tendo em vista que as mudanças foram recentes. As boas intenções precisam de tempo para gerarem resultados que possam ser avaliados. Mas pelo que vimos, ainda é cedo, para se afirmar que tema sustentabilidade tenha efetivamente chegado ao *mainstream* da instituição, em especial pelo fato do BC estar subordinado às diretrizes do Governo Bolsonaro., onde temas ambientais têm pouco (ou nenhum) espaço nas políticas públicas.

ESG e os fundos de investimento

A sigla ESG refere-se a *environmental, social and governance* e constitui ao mesmo tempo, compromissos de governança e socioambientais e

⁷Os ETF são fundos, compostos principalmente de ações, comercializados na bolsa que normalmente procuram replicar/acompanhar um determinado índice – por exemplo o índice Ibovespa.

¹⁰Fonte Investopedia – ESG disponível em <https://www.investopedia.com/terms/e/environmental-social-and-governance-esg-criteria.asp> acesso em 16/09/2020



um conjunto de critérios, para mensurá-los, utilizados para avaliar uma empresa e assim orientar os investidores. Nos últimos anos têm sido ofertados vários *exchange-traded funds* (ETFs)⁹ e outros produtos financeiros classificados como ESG. Segundo levantamento da US SIF Foundation em 2018 havia US\$ 11,6 trilhões de investimento em ativos ESG contra US\$8,1 trilhões em 2016¹⁰. Em 2019 500 fundos ESG foram lançados (The Economist 2020 A). O número de empresas que reportaram suas emissões de gases estufa tem aumentado consideravelmente nos últimos ano. Dentre as firmas presentes no índice S&P 500 o percentual passou de 53% em 2015 a 67% em 2020. No europeu Euro Stoxx 600 este número subiu de 40% a 79% no mesmo período e no japonês Nikkei 225 de 13% a 46% (The Economist 2020 B).

Um marco nessa trajetória de investimento foi posicionamento, em janeiro deste ano, por Larry Fink, presidente da BlackRock –maior gestora de investimentos do mundo. Em sua carta anual ao mercado (BlackRock 2020), a gestora anunciou que não investiria mais em setores intensivos em carbono, trocando-os por investimentos ESG. Seu argumento foi que as mudanças climáticas representam um sério risco ao investimento – tanto impactos físicos quanto os relativos à transição para uma economia de baixo carbono¹¹. Todas as empresas associadas à BlackRock teriam, a partir de então, de calcular sua pegada de carbono e fixar metas de redução de emissões. Mesmo com algumas dúvidas esta mudança de postura não deixa de ser um marco, pois tirou o tema sustentabilidade no nicho de fundos ESG e colocou no *mainstream*.

A revista The Economist (2020 C) mostrou certo ceticismo com essa mudança, tanto por ser repentina, como pelo fato do investimento em minas de carvão – um dos mais visados – representar apenas 0,1% dos ativos da empresa.

O teste do compromisso, segundo a revista, viria com o posicionamento da empresa frente aos investimentos em empresas petrolíferas.

A principal crítica da The Economist aos fundos ESG é o da sua importância, que na prática seria menor do que alegam seus defensores. Segundo estimativas da revista, as companhias com ações em bolsa, excluindo as estatais, respondem por 14% a 32% das emissões globais da gases de efeito estufa. Portanto, a maior parte das emissões são de empresas pouco susceptíveis às pressões ambientais do mercado.

Um problema destacado seria a certificação (métrica) do compromisso ESG e sua metodologia pouco transparente¹². Segundo a revista, o inventário das emissões de poluentes requerido deveria abarcar tanto as diretamente geradas pela empresa, como os de sua cadeia produtiva, o que nem sempre ocorre. Não menos importante é a questão da motivação, pois os investimentos na área de petróleo são lucrativos, sendo difícil abrir mão deles, mesmo porque ainda não existe um substituto para esta matéria-prima que seja economicamente atrativo.

No Brasil, iniciativas no sentido da normatização das finanças verdes, por parte da CVM¹³, são incipientes. Existem apenas orientações gerais, onde nada é especificado. O tema sustentabilidade não consta dos objetivos estratégicos da CVM para 2023, portanto não há metas ou programas a ele vinculados¹⁴. Nitidamente é um tema de baixíssima importância na agenda da entidade, ao contrário do que ocorre nos EUA e Comissão Europeia.

Desmatamento da Amazônia e as partes interessadas

No ano de 2020 o desmatamento e as queimadas na Amazônia e também a atuação dos grupos contrários a esta prática foram destaque. O que chamou a atenção foi que além das ONGs,

¹²“dubious esg ratings, created by external advisers, that make subprime credit scores look like the gospel truth” The Economist 2020 A

¹³BC regula o mercado financeiro e CVM regula empresas de capital aberto. Há sobreposição de supervisão apenas no caso de empresas financeiras listadas na bolsa.

¹⁴CVM Planejamento Estratégico Construindo a CVM de 2023 disponível em . http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/planos/estrategico/Planejamento_estrategico_CVM_2013_2023.pdf acesso em 24/09/20



cientistas e ativistas, a eles se uniram as maiores empresas brasileiras, incluindo os três maiores bancos privados (Itaú, Bradesco e Santander) e governos europeus¹⁵. O empresariado brasileiro tem razões para estar muito preocupado. A política ambiental brasileira é um forte entrave para a assinatura definitiva do acordo Mercosul-União Europeia com o qual esperam-se impactos positivos para vários setores econômicos, em especial o agronegócio. Com um agravante, se a situação continuar como está, não só o acordo não sai, como é provável que haja boicote à venda de produtos brasileiros na Europa. De certa forma isso já está acontecendo. Segundo o empresário João Paulo Ferreira, da Natura, em entrevista ao jornal O Globo “Ouvimos isso do setor pecuarista: a carne brasileira é vendida com desconto em relação a outras, como a uruguaia, por conta das restrições ambientais”¹⁶. O recado é claro, se a Amazônia continuar a ter recorde de queimadas, o Brasil provavelmente perderá (no mínimo) o mercado e os investimentos europeus e isso é péssimo para os negócios.

Também é inédito, que no caso das empresas brasileiras que haja uma preocupação propositiva de tantos empresários. Os bancos, por exemplo, pretendem promover o “fomento de um mercado de ativos e instrumentos financeiros de lastro verde e a atração de investimentos e promoção de parceiras para o desenvolvimento de tecnologias que impulsionem a bioeconomia”. Essas iniciativas deverão detalhadas inclusive com o estabelecimento de metas¹⁷.

Uma análise da situação brasileira

Para avaliarmos o comprometimento de uma amostra de instituições e empresas brasileiras com valores ESG criamos cinco indicadores:

Presença de ESG nos objetivos estratégicos; compromisso ESG na página inicial do site; alguma ação ESG na página inicial do site; relatório ESG no site; e se comercializa Fundo ESG. Optamos por um número de indicadores bem restrito (cinco), para facilitar a visualização e que expressassem valores/intenções e não resultados – que seriam muito mais difíceis de medir

Com esses indicadores avaliamos entidades reguladoras (Bacen e CVM) e bancos/gestoras de ativos selecionados: Bradesco (maior banco privado brasileiro), BTG-Pactual (maior banco de investimento da América Latina¹⁸), Gávea Investimentos (gestora independente de ativos de grande porte) e BlackRock (maior gestora de ativos do mundo e nosso benchmark) (quadro 1).

Analisando o quadro 1, verificamos que o Bacen tem compromissos ESG, mas pouca prática, em boa medida porque sua mudança de postura foi muito recente e está na “contramão” de um governo que tem pouco interesse pela causa ambiental. A situação da CVM é pior, pois ela não tem nem comprometimento explícito. O Bradesco tem compromissos e fundos ESG, como também o Itaú, Santander e Banco do Brasil.

A situação tanto da Gávea Investimentos e como do BTG Pactual (Brasil) é paradoxal, mas por motivos diferentes. Este último deixa claro seu compromisso socioambiental de várias formas¹⁹, mas o tema não aparece na página de abertura do seu site, e não tem relatório. Há claramente uma distância entre o comprometimento (discurso) e a prática. Na Gávea Investimentos não há compromisso explícito. O que contrasta com o discurso de seu principal executivo, Armínio

¹⁵E a este grupo vai se juntar o governo americano, se Biden for eleito presidente.

¹⁶O Globo 19/09/20 Produtos brasileiros já são vendidos com desconto entrevista com João Paulo Ferreira – presidente da Natura seção de economia p.26

¹⁷Vide <https://www.itaubr.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=m5pO0ZXtzOcA4zWVuJRsyA==> acesso em 19/09/20

¹⁸Informação retirada do site da empresa. Pela mesma fonte a BTG Pactual seria uma das maiores gestoras independentes de ativos da América Latina. Gestora independente é a que é focada em gestão de recursos e não em outros negócios. Vide <https://www.btgpactual.com/> acesso em 13/10/20

¹⁹Por exemplo, a BTG Pactual aderiu há vários princípios e códigos da área ESG, tais como PRI (Princípios do Investimento Responsável), Pacto Global, ambos da ONU e *Carbon Disclosure Program*.



Fraga, pois este ano assinou um manifesto com ex-presidentes do Bacen e Ministros da Fazenda defendendo uma saída verde para a economia brasileira. Já a BlackRock (site internacional) parece de um outro mundo. A primeira página de seu site lembra o de uma ONG, tamanho o destaque que é dado à temática ESG. A única restrição que poderia ser feita, com base nos indicadores selecionados, é que não tem um relatório ESG consolidado e sim reportes setoriais e relatos de ações.

Pela nossa amostra, o nicho de comprometimento com o ESG é maior no setor privado do que no setor público. É o setor privado que está liderando o processo e esse movimento tem se intensificado nos últimos meses. Só em setembro e outubro importantes players lançaram fundos ESG: BTG Pactual; Ágora, e XP.

Esse movimento foi facilitado pelo lançamento, em setembro, do índice S&P/B3 Brasil ESG, fruto de uma parceria entre a B3, a Bolsa Brasil²⁰, e a S&P Dow Jones. Como vimos um dos grandes problemas na criação de um fundo ESG é definir que empresas entram. Se empresa consta

do índice S&P/B3 Brasil ESG, ela já está implicitamente certificada como tendo práticas adequadas nas áreas ambiental social e de governança com a chancela do S&P Dow Jones, caso contrário não seria selecionada para integrar o índice²¹. O S&P/B3 Brasil ESG será o terceiro no B3 sobre sustentabilidade. Já existem o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3), criado em 2005 e o Índice Carbono Eficiente (ICO2 B3) lançado em 2010²².

Considerações finais

“The financial industry reflects society, but it can change society, too”

The Economist

Muitas empresas tomaram consciência de que têm de enfrentar os desafios colocados pelas mudanças climáticas por várias razões²³: Estas terão impacto sobre seu negócio; a regulamentação nessa área tende a se tornar cada vez mais rígida; há riscos crescentes de litígios – vide caso da Vale em Brumadinho; mudanças tecnológicas virão e vão representar tanto custos como oportunidades. Agrega-se a isso a pressão

Quadro 1—Indicadores de comprometimento com a agenda ESG

	Bacen	CVM	Bradesco	Gávea	BTG Pactual	BlackRock
ESG nos Objetivos Estratégicos	Sim	Não	Sim	Não	Sim	Sim
Compromisso ESG na página inicial do site	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Alguma ação ESG na página inicial do site	Não	Não	Não	Não	Não	Sim
Relatório ESG no site	Não	Não	Sim	Não	Não	Sim (1)
Tem Fundo ESG	NA	NA	Sim	Não	Sim	Sim

OBS: NA = não se aplica; (1) Não tem um relatório consolidado e sim vários setoriais

Fonte: Elaborado pelo autor com base nas informações dos sites do Bacen, CVM, Bradesco, Gávea Investimentos, BTG-Pactual e BlackRock (site internacional). Relatórios de logística sustentável, que são obrigatórios no setor público, não foram considerados como documentos ESG.

²⁰B3 é a entidade que surgiu da fusão, em 2017, da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo com a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos.

²¹“O Índice S&P/B3 Brasil ESG é um índice amplo que procura medir a performance de títulos que cumprem critérios de sustentabilidade e é ponderado pelas pontuações ESG da S&P DJI.” Vide <https://portugues.spindices.com/indices/equity/sp-b3-brazil-esg-index-brl> acesso em 15/10/20

²²Vide http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/ acesso em 15/10/20.

²³The Economist 2020 The great disrupter edição de 17 de setembro disponível em https://www.economist.com/special-report/2020/09/17/the-great-disrupter?utm_campaign=the-climate-issue&utm_medium=newsletter&utm_source=salesforce-marketing-cloud&utm_term=2020-09-21&utm_content=ed-picks-article-link-6&etear=nl_climate_6 acesso em 24/09/20



dos consumidores, cada vez mais conscientes, em especial a Geração Milênio.

O mercado de fundos ESG tende a se expandir no Brasil, seguindo a tendência internacional, mesmo sem resolver os problemas aqui levantados. Mas eles são apenas uma parte das finanças verdes. Pouco tem se falado, por exemplo, de títulos verdes, onde o BNDES tem forte atuação ²⁴. Nesse contexto não é possível avaliar, neste momento, se o compromisso ESG irá efetivamente para o *mainstream* da agenda das empresas financeiras e não financeiras e do governo. Será que “agora vai” ou teremos novas frustrações? O sistema financeiro privado cumprirá um importante papel na transição para uma economia de baixo carbono, numa financeirização “do bem”? Teremos de aguardar os próximos capítulos, mas pelo menos o início da novela é promissor.

Bibliografia

ANBIMA (2020) **Guia ASG** disponível em <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf> acesso em 15/09/20

Bertão, N. (2020) Conheça quais investimentos sustentáveis estão disponíveis para o brasileiro – **Valor Econômico** 14/07/2020 disponível para assinantes em <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2020/07/14/conheca-quais-investimentos-sustentaveis-estao-disponiveis-para-o-brasileiro.ghml> acesso em 28/09/10

BlackRock (2020) Sustainability as BlackRock's new standard for investing BlackRock Client Letter disponível em <https://www.blackrock.com/us/individual/blackrock-client-letter> acesso em 15/09/20

Bolton et al. (2020) The Green Swan Central banking and financial stability in the age of climate change BIS January 2020 disponível em <https://www.bis.org/publ/othp31.pdf> acesso em 17/09/20

Borges, C., Duran, C. e Pinheiro, G. “A nova agenda de sustentabilidade do BC” Valor

Econômico 15/10/20 disponível para assinantes em <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/a-nova-agenda-de-sustentabilidade-do-bc.ghml> acesso em 16/10/20

Carney, M., 2018. A Transition in Thinking and Action. Remarks given by International Climate Risk Conference for Supervisors, De Nederlandsche Bank, disponível em <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2018/a-transition-in-thinking-and-action-speech-by-mark-carney.pdf?la=en&hash=82F57A11AD2FAFD4E822C3B3F7E19BA23E98BF67> acesso em 22/09/20

Carvalho, P. e Barcellos F. (2015) Os Objetivos de Desenvolvimento do Milênio – ODM uma avaliação crítica **Texto para Discussão** Diretoria de pesquisas do IBGE disponível em <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94600.pdf> acesso em 6/10/2020

Chiaretti, D. B (2020) Brasil não dá sinais do que pretende com Acordo de Paris – **Valor Econômico** 16/09/20 disponível para assinantes em <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/09/16/brasil-nao-da-sinais-do-que-pretende-com-acordo-de-paris.ghml> acesso em 17/09/2020

Ehlers T., Mojon B. e Packer F. (2020) Green bonds and carbon emissions: exploring the case for a rating system at the firm level disponível em https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2009c.pdf acesso em 17/09/20

FEBRABAN e CEBDS (2016) **Guia para emissão de títulos Verdes no Brasil 2016** disponível em [https://cmsportal.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Guia emissã%CC%83o ti%CC%81tulos verdes PORT.pdf](https://cmsportal.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Guia%20emiss%C3%A3o%20de%20t%C3%94tulos%20verdes%20PORT.pdf) acesso em 26/09/20

G1 O pior inimigo do meio ambiente é a pobreza', diz Paulo Guedes em Davos - site de notícias **G1** disponível em <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/01/21/o-pior-inimigo-do-meio-ambiente-e-a-pobreza-diz-paulo-guedes-em-davos.ghml> acesso em 17/09/2020

G20 (2016) **Green Finance Synthesis Report** G20 Green Finance Study Group 5 September

²⁴Segundo Bianca Nasser, diretora de finanças do BNDES, 54% da carteira do banco tem ligação com a área socioambiental vide BNDES prevê R\$8,5 bi para projeto ESG – Valor Econômico <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/10/19/bndes-preve-r-85-bi-para-projeto-esg.ghml> acesso em 19/10/20



2016 disponível em [http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/](http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/Synthesis_Report_Full_EN.pdf)

Synthesis_Report_Full_EN.pdf acesso em 17/09/2020

Taiar E. (2020 A) Mudanças Climáticas trazem riscos à estabilidade financeira, diz Campos Neto - **Valor Econômico** 08/09/20 disponível para assinantes em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/09/08/mudancas-climaticas-trazem-riscos-a-estabilidade-financeira-diz-campos-neto.ghtml> acesso em 17/09/2020

Taiar BC cria linha ligada à sustentabilidade (2020 B)– **Valor econômico** 09/09/20 disponível para assinantes em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/09/09/bc-cria-linha-ligada-a-sustentabilidade.ghtml> acesso em 17/09/2020

Tavares. R (2020) O que falta para o mercado ESG no Brasil amadurecer? **Folha de São Paulo** 3/08/20 disponível para assinantes em <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/08/o-que-falta-para-o-mercado-esg-no-brasil-amadurecer.shtml> acesso em 15/09/20

The Economist (2020 A) Green investing has shortcomings **The Economist** 18/06/20 disponível em <https://www.economist.com/leaders/2020/06/18/green-investing-has-shortcomings> acesso em 15/08/20

The Economist (2020 B) How much can financiers do about climate change? **The Economist** 18/06/20 disponível em <https://www.economist.com/briefing/2020/06/20/how-much-can-financiers-do-about-climate-change>

acesso em 15/08/20

The Economist (2020 C) Blackrock say it wants to do more for the climate **The Economist** edição de 16/01/20– disponível em <https://www.economist.com/finance-and-economics/2020/01/16/blackrock-says-it-wants-to-do-more-for-the-climate> acesso em 15/09/2020

UNEP (2016) Definitions and concepts – Backgroundf Note disponível em https://wedocs.unep.org/bitstream/handle/20.500.11822/10603/definitions_concept.pdf?sequence=1&isAllowed=y acesso em 17/09/20

Veiga J. E. (2020) Antes tarde do que nunca **Valor Econômico** 27/08/20 disponível para assinantes em <https://valor.globo.com/opiniaocolumna/antes-tarde-do-que-nunca.ghtml> acesso em 17/09/2020

World Economic Forum (2020 A) **The Global Risks Report 2020** disponível em http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risk_Report_2020.pdf acesso em 17/09/20

World Economic Forum (2020 B) **Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation** Consultation Draft disponível em http://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_ESG_Metrics_Discussion_Paper.pdf acesso em 22/09/20



MOEDAS DIGITAIS DE BANCOS CENTRAIS: CONSIDERAÇÕES SOBRE UM FUTURO NÃO TÃO DISTANTE

Adriano Vilela Sampaio

Professor de Economia da Universidade Federal Fluminense e pesquisador do FINDE/UFF

Vinícius Centeno

Mestrando na UFF e pesquisador do FINDE/UFF

ÍNDICE

Há décadas as inovações tecnológicas vêm transformando o modo pelos quais as pessoas fazem suas transações. Nos últimos anos, o surgimento das criptomoedas levantou a discussão acerca da possibilidade de as moedas soberanas perderem espaço nos sistemas de pagamentos, tema que ganhou maior relevância quando o Facebook, com seus bilhões de usuários ao redor do mundo, manifestou seus planos de ter sua própria moeda. Ademais, os sistemas de pagamentos “tradicionais”, como transferências e cartões, não apenas gozam de grande confiança e credibilidade como se tornam cada vez mais rápidos e seguros. Esses fatores fazem com que o papel da moeda física emitida pelo banco central seja crescentemente questionado, pois em muitos países elas já não representam a principal forma de pagamento.

Potencial inovação nos sistemas financeiros ao redor do mundo, as moedas digitais de bancos centrais (MDBC)¹ seriam uma nova forma de moeda emitida pelo banco central, a ser oferecida digitalmente para uso do público e de instituições financeiras nas transações de pagamentos de varejo ou atacado. A definição do termo MDBC não é exata, sendo usado para se referir a vários conceitos. No entanto, em termos gerais, trata-se de um passivo do banco central, denominado em uma unidade de conta existente, que serve tanto como meio de troca quanto como reserva de valor. Ou seja, atende às três funções clássicas da moeda. De modo geral, uma MDBC complementaria a oferta de moeda da economia,

compondo a base monetária juntamente com os já existentes papel-moeda em poder do público (PMPP) e as reservas bancárias mantidas junto ao banco central.

O debate tem sido motivado por diferentes fatores, como inovações tecnológicas no setor financeiro, novos entrantes dos serviços de pagamentos e intermediação, redução do uso de moeda em alguns países e maior atenção aos chamados *tokens* privados digitais (*Comission on Payments and Market Infrastructures – CPMI*², 2018, p.3).

O objetivo desta nota é discutir o que se entende por MDBC, que formatos ela pode assumir e seus possíveis impactos. É importante fazer a ressalva de que a análise não aborda diretamente uma série de fatores que não puderam ser debatidos aqui, como a questão da tecnologia por trás das diferentes possíveis funções das MDBC³.

Moedas digitais: o debate na ordem do dia

Alguns bancos centrais – incluindo o Banco Central do Brasil (BCB) – começaram a considerar se poderiam, futuramente, emitir suas próprias moedas digitais. Ainda que a ideia de fornecer acesso a formas digitais de passivos do banco central não seja inédita, o debate voltou à tona recentemente, motivado por uma série de fatores. Em janeiro de 2020, foi criado um grupo composto pelos bancos centrais do Canadá, Japão, Reino Unido, Suécia, Suíça e zona do euro (Banco Central Europeu) juntamente com o

¹ Apesar de ter o mesmo significado, o termo “criptomoeda do banco central” deixou de ser usado. Aqui, a sigla MDBC é usada também para se referir ao conceito no singular.

²Vinculado ao Banco de Compensações Internacionais (BIS).

³Sobre isso, ver Auer e Böhme (2020).



Banco de Compensações Internacionais (BIS) para compartilhar experiência e discutir conjuntamente a criação de MDBC em suas jurisdições⁴. O grupo tratará de aspectos como o econômico, escolha técnicas de design e tecnologia.

Em relatório produzido pelo *Bank of International Settlements* - CPMI (2018) alguns desses fatores são abordados, tais como: i) interesse em inovações tecnológicas para o setor financeiro; ii) o surgimento de novos participantes nos serviços de pagamento e intermediação; iii) redução do uso de dinheiro em alguns países; e iv) atenção crescente aos chamados *tokens* digitais privados. Com a tendência de redução do uso de moedas físicas e a maior preferência por pagamentos digitais, alguns bancos centrais estão analisando uma forma de moeda digital que poderia ser amplamente disponibilizada e servir como um instrumento de pagamento alternativo seguro, robusto e conveniente.

Os esforços dos bancos centrais em torno das MDBC não são somente uma reação a redução do uso de moeda física, mas também uma estratégia com múltiplos objetivos simultâneos, como inclusão financeira, segurança e integridade de pagamentos digitais, estabelecimento de um sistema de pagamentos resiliente, rápido e barato e o incentivo à contínua inovação (BIS, 2020). Uma pesquisa de 2019 com 66 bancos centrais mostrou que segurança e eficiência de pagamentos domésticos eram as motivações principais dessas instituições, sendo que em economias emergentes e em desenvolvimento a inclusão financeira também era um fator central (*Ibid*).

As MDBC teriam a propriedade de combinar tecnologia inovadora com a confiança e credibilidade dos bancos centrais. Este podem combinar suas funções de supervisor e operador do sistema de pagamentos e desenvolver um novo conjunto de arranjos de pagamentos

baseado em moedas digitais (BIS (2020).

Nesses moldes, criação de uma moeda digital do banco central seria uma novidade por ser amplamente acessível para o grande público. Por outro lado, a utilização de moeda digital não representa uma inovação tão grande para as chamadas instituições de atacado, visto que os bancos centrais já fornecem dinheiro digital na forma de reservas ou saldos de contas de liquidação mantidos por bancos comerciais e outras instituições financeiras no banco central (CPMI, 2018). Para a população em geral, o dinheiro físico emitido pelo banco central (papel-moeda) é utilizado nas transações do dia a dia. Além disso, a disponibilidade de produtos privados para pagamentos de varejo já é uma realidade em diversos países. Nesse sentido, a depender do desenho e da forma de operacionalização de uma moeda digital emitida pelo banco central, esta não necessariamente representaria uma grande inovação ou ofereceria grandes benefícios para os usuários se produtos privados de pagamento de varejo rápidos (mesmo instantâneos) e eficientes já estiverem em vigor.

Tipologia de moedas: a flor do dinheiro

A fim de apresentar uma tipologia de moedas atualizada e analisar onde se encaixariam as possíveis moedas digitais emitidas pelo central, Bech e Garratt (2017) classificam as moedas a partir de quatro propriedades: i) emissor, podendo ser o banco central ou outro; ii) forma, podendo ser digital ou física; iii) acessibilidade, podendo ser ampla (MDBC de uso geral⁵) ou restrita a instituições financeiras (MDBC de atacado); e iv) mecanismo de transferência, podendo ser centralizado ou descentralizado (*peer-to-peer*). Sobre a última, CPMI (2018) utiliza o critério de transferências diretas (*peer-to-peer*) ou intermediadas. No caso das transações intermediadas ou via contas, o intermediário pode ser o próprio banco central, um banco comercial ou uma terceira parte. Essa distinção também

⁴ <https://www.riksbank.se/globalassets/media/nyheter--pressmeddelanden/pressmeddelanden/2020/central-bank-group-to-assess-potential-cases-for-central-bank-digital-currencies.pdf>. Acesso em 07/10/2020.

⁵ Auer e Böhme (2020, p.97-98) contabilizam 17 bancos centrais com algum tipo de projeto (em diferentes fases) para MDBC de uso geral.



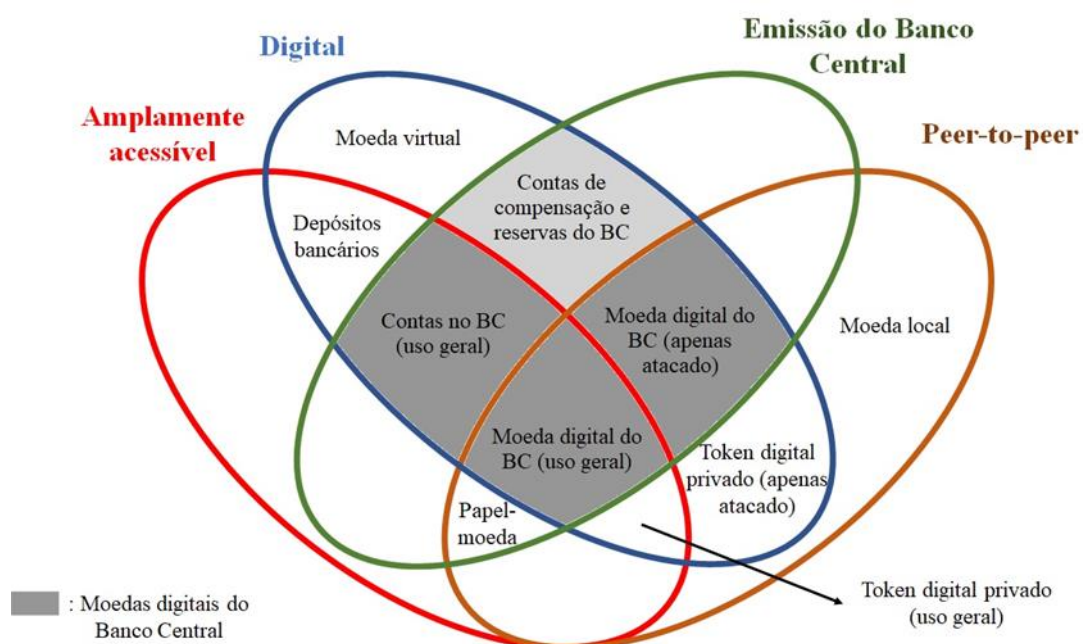
pode ser feita levando-se em conta se as transações são feitas via *token*, um objeto representativo⁶ (*token-based*) como o papel-moeda, ou via contas de depósitos (*account-based*). Ou seja, no caso de uma MDBC de acesso generalizado e por contas, seria permitida a uma pessoa física ter uma conta corrente no banco central. Em relação às reservas bancárias, a novidade seria ter a opção via *token* e não apenas contas, como é o caso atualmente. Esses diferentes critérios são não apenas similares, mas também complementares e se mostram úteis na análise das implicações das diferentes formas da MDBC feita na seção seguinte.

A Figura 1 ilustra o cenário geral da tipologia de moedas a partir das quatro propriedades citadas, agrupadas em um diagrama de Venn. Intitulado por Bech e Garratt (2017, p.59) de “*money flower*”, a Flor de Moedas permite observar quatro tipos de dinheiro eletrônico do banco central (área sombreada), ainda que apenas três (área sombreada escura) sejam considerados moedas digitais. As contas de compensação e reservas, em posse dos bancos comerciais junto ao banco

central, são contas de depósito e, portanto, não são consideradas moeda digital. As chamadas criptomoedas, como o Bitcoin, se encaixam na categoria de *token* digital privado de uso geral.

No Brasil, o Banco Central anunciou, em agosto de 2020, que estava criando um grupo de estudos com o intuito de criar um protótipo e propor um modelo de moeda digital para o país.⁷ Enquanto isso, circulam no Brasil moedas complementares ao Real – não emitidas pelo Banco Central – que apresentam diferentes desenhos e características. Implementada em 2000, a moeda “Palma” circula no bairro Conjunto Palmeira, na periferia de Fortaleza - CE. A moeda foi criada pelo Banco Palmas, banco comunitário de desenvolvimento da associação de moradores do local. Inicialmente, a Palma era utilizada apenas de forma impressa para as transações dentro do bairro. Conversível ao Real em situação de paridade, a Palma se enquadrava na condição de moeda local. Com o crescimento do Banco Palmas, foram incorporados serviços financeiros e bancários, permitindo a abertura de conta corrente, poupança e solicitação de microcrédito

Figura 1: A Flor de Moedas



Fonte: adaptado de Bech e Garrett (2017, p. 60) e CPMI (2018, p. 5).

⁶CPMI (2018, p.4) se refere ao token como um “objeto de pagamento” (payment object).

⁷Ver <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/20/bc-cria-grupo-de-estudo-sobre-emisso-de-moeda-digital.ghtml>, acesso em 13 de outubro de 2020.



na moeda local. Atualmente, existem mais de 100 instituições como o Banco Palmas compondo a Rede Brasileira de Bancos Comunitários.

Outro exemplo de moeda alternativa no território brasileiro é a Mumbuca, moeda do banco homônimo criado para o projeto de renda básica no município de Maricá – RJ. Atualmente, cerca de 25% da população local é contemplada pelo benefício de 130 mumbucas mensais, conversíveis ao Real em condição de paridade.⁸ Diferentemente da Palma, a Mumbuca não é impressa, existindo apenas no formato digital. Os beneficiários possuem uma conta corrente e um cartão de débito junto ao Banco Mumbuca, e podem utilizar a moeda para pagar bens e serviços nos estabelecimentos locais. Uma vez que a Mumbuca é recebida pelo comércio, os estabelecimentos podem solicitar ao Banco Mumbuca a conversão para reais e sacar o dinheiro, ou então utilizar as mumbucas para pagar impostos municipais. Conforme o diagrama a Flor de Moedas, a Mumbuca pode ser considerada uma moeda local digital e se encaixaria no mesmo subconjunto das criptomoedas, visto que é *peer-to-peer*, digital e não emitida pelo banco central. Difere-se das criptomoedas, entretanto, porque possui conversibilidade garantida.

Além dos casos brasileiros, destacam-se as moedas locais Bristol Pound e BerkShares, que inicialmente se localizavam na pétala direita superior da Flor de Moedas. A primeira é emitida e está em circulação em Bristol, no Reino Unido, onde o comércio local oferece descontos nos produtos se o pagamento for efetuado com a Pound (libra) local. A Bristol Pound passou a ter versão também digital, o que classifica a moeda no subconjunto de “*peer-to-peer*” e “digital”. Tendo funcionado por oito anos, a operação da moeda em versão digital foi interrompida em julho de 2020, pois será lançada em 2021 uma nova plataforma, chamada de Bristol Pay, que englobará um sistema mais amplo de pagamentos

digitais. O papel-moeda da Bristol Pound ainda será aceito até setembro de 2021.⁹ O sistema da moeda local BerkShares funciona na região de Berkshire, Massachussets, nos Estados Unidos. A operação se diferencia das Bristol Pounds pois, no caso das BerkShares, os usuários devem comprar uma unidade da moeda local por 95 centavos de dólar estadunidense. Na prática, a realização de transações com ambas moedas locais oferece descontos em relação aos pagamentos com a moeda oficial emitida pelos respectivos bancos centrais. Dessa maneira, a utilização das Bristol Pounds e das BerkShares fortalecem a economia local, visto que estimula que a moeda se mantenha circulando na região¹⁰. Um exemplo de banco central que oferece ao público a possibilidade de ter contas é o do Equador, com seu *Dinero electrónico*, serviço de pagamentos via celular que funciona como uma espécie de carteira eletrônica e que se configura como uma conta no banco central (uso geral). No caso, o Banco Central disponibiliza amplamente a criação de contas, as quais os cidadãos podem solicitar a partir de um aplicativo. Os indivíduos podem realizar depósitos e saques em agências especializadas. No entanto, o Equador é uma economia dolarizada e o dólar estadunidense também é a moeda do *dinero electrónico*. Neste caso, por não ser um passivo do banco central local, não poderia estar na área sombreada da Flor de Moedas.

Na pétala esquerda superior estão as moedas estritamente virtuais. Um exemplo apontado em Bech e Garratt (2017) é o da Pokécoin, moeda virtual utilizada exclusivamente para compras no âmbito do jogo Pokémon Go. Atualmente, está em discussão a moeda virtual do Facebook, chamada de Libra. Os usuários dos aplicativos pertencentes à empresa (como Whatsapp e Messenger) poderão realizar pagamentos e transferências a partir de uma carteira digital. Essa moeda é muito semelhante aos *tokens* privados digitais ou criptomoedas, mas com a diferença de terem seu valor lastreado a um

⁸Ver <https://www.maricabasicincome.com/pt/sobre-a-pesquisa>, acesso em 13 e outubro de 2020.

⁹Ver <https://bristolpound.org/>, acesso em 17 de outubro de 2020.

¹⁰Para mais informações sobre Bristol Pound e Berkshares, ver <https://bristolpound.org/> e <https://www.berkshares.org/>. Acesso em 17 de outubro de 2020.



conjunto de ativos (como *commodities* e moedas soberanas), o que daria uma maior estabilidade ao seu valor (G7-WGS ¹¹, 2019), por isso são chamadas de *stablecoins* (em tradução livre, “moedas estáveis”). Com isso, essas “moedas” buscam equacionar uma das principais falhas que dificultam o uso de criptomoedas como meio de pagamento, qual seja, a instabilidade de valor. Esses tipos de ativos vêm trazendo grande preocupação aos bancos centrais no que se refere aos seus aspectos regulatórios, especialmente as com potencial de serem usadas em transações internacionais e que por isso são chamadas *global stablecoins* (FSB, 2020). Essa cautela ficou clara no relatório de outubro de 2020 do Financial Stability Board (FSB), em que consta que antes de começarem a funcionar, os sistemas de pagamentos baseados em *global stablecoins* devem se adequar aos padrões regulatórios existentes e aos novos que forem necessários (*Ibid*).

No que diz respeito às moedas digitais emitidas por bancos centrais propriamente, os projetos em estágio mais avançado de desenvolvimento atualmente são o Renminbi digital, moeda chinesa, e a e-Krona, moeda que será emitida pelo *Sveriges Riksbank*, o banco central da Suécia. Sabe-se pouco a respeito da operacionalização do Renminbi digital, mas, ainda que fuja do objeto de análise desta nota, o seu lançamento colocará a moeda chinesa em condições de aumentar sua internacionalização e ocupar espaços ainda não ocupados pelo dólar estadunidense, o que pode causar fortes impactos no Sistema Monetário Financeiro Internacional¹². No país nórdico, a demanda por papel-moeda caiu consideravelmente na última década, fazendo com que diversos estabelecimentos comerciais não recebam mais pagamentos em dinheiro físico e que algumas bandeiras de bancos comerciais tenham interrompido a coleta e distribuição de

cédulas (Bech e Garratt, 2017). Nesse contexto, o banco central sueco anunciou, em fevereiro de 2020,¹³ um projeto piloto para testar a sua moeda digital, tendo como objetivo mostrar como o grande público poderia utilizar a e-Krona como complemento do dinheiro físico. A solução técnica e operacional da moeda em testes é baseada na *Distributed Ledger Technology* (DLT), forma de registro contábil usualmente referida como tecnologia *blockchain* e conhecido por ser o sistema utilizado pela criptomoeda Bitcoin¹⁴.

Além disso, o Banco Central Europeu (BCE) lançou recentemente, em outubro de 2020, um relatório sobre o Euro digital. O BCE (ECB, 2020) entende que apesar de o papel-moeda ainda ser o meio de pagamento dominante, o crescimento da demanda por meios digitais e instantâneos é evidenciada pela expansão de novas tecnologias para tal. Além da possibilidade de oferecer aos cidadãos uma forma segura de moeda digital em um ambiente de rápidas mudanças, o BCE também demonstra preocupações com a redução significativa da redução de papel-moeda. Um dos motivos seria a dependência do funcionamento de meios de pagamento eletrônico privados, que fogem do controle operacional do BCE e podem ficar indisponíveis em algum momento por motivos diversos. Outra possibilidade considerada pelo BCE é que, na ausência do Euro digital, moedas digitais estrangeiras acabem substituindo os meios de pagamento existentes. Por fim, mas não menos importante, o BCE alerta que o declínio da utilização de papel-moeda pode acentuar a exclusão financeira da população não bancarizada e de grupos sociais em situação de vulnerabilidade, o que exigiria uma intervenção da instituição (ECB, 2020). Por ainda se tratar de um protótipo, o Euro digital ainda não possui desenho ou tecnologia operacional definidos.

O G7 Working Group on Stablecoins envolve, além do próprio G7, o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o CPMI. Para um debate mais detalhado sobre o tema, ver Peruffo, Ferrari e Cunha (2020).

Ver <https://www.riksbank.se/en-gb/press-and-published/notices-and-press-releases/notices/2020/the-riksbank-to-test-technical-solution-for-the-e-krona/>, acesso em 13 de outubro de 2020.

Uma diferença importante em relação aos sistemas de blockchain usado no bitcoin se refere ao número de validações necessárias para confirmar uma transação, que é muito menor no caso que está sendo testada pelo Riksbank. Segundo Auer e Böhme (2020), o DLT “tradicional” com grande número validações necessárias, seria inviável para MDBC de uso geral.



MDBC: Possíveis configurações e implicações

A definição de MDBC a partir dos critérios anteriores é útil para diferenciá-las de outros tipos de moeda e das moedas já emitidas por bancos centrais (moeda física e reservas bancárias). A discussão, no entanto, está longe de se esgotar com essa diferenciação. A partir de critérios adicionais, podemos fazer distinções entre as diferentes formas que as MDBC podem assumir como meio de pagamento e reserva de valor. Ou seja, as MDBC podem ter características e funções muito distintas e, conseqüentemente, podem ter impactos muito diferentes sobre o sistema de pagamentos, os mecanismos de transmissão de política monetária, os benefícios aos consumidores, o papel do banco central e dos bancos comerciais no sistema, estabilidade financeira, entre outros.

Entre esses critérios estão o grau de anonimato, variando de completo a nenhum; a disponibilidade operacional, variando de 24 horas por dia e sete dias por semana a horários e dias limitados. Outra importante característica seria se, dado que é um passivo do banco central, a MDBC renderia juros ou não, o que seria possível tanto para *tokens* como para contas. No caso de

render juros, ainda haveria a opção de a taxa ser igual ou não a taxa básica e ser diferenciada a partir da natureza do detentor, montante ou outro critério, justamente como forma de incentivar ou desincentivar seu uso (CPMI, 2018). Também há a possibilidade de se instituir limites de retenção de MDBC, algo cuja viabilidade seria maior em sistemas via contas sem anonimato que via *tokens*. O Quadro 1 abaixo permite comparar as diferentes modalidades de passivos do banco central a partir dos critérios enumerados acima. Para ter sucesso, uma MDBC de uso amplo, deve exercer não apenas as mesmas, mas também funções adicionais às cumpridas pela moeda física, como confiança na entidade emissora, ter *status* de moeda de curso legal, disponibilidade ampla e em tempo real, facilidade de uso para diferentes grupos etários, alta resiliência a quedas de sistema e ataques cibernéticos, propiciar segurança e integridade ao sistema de pagamentos, garantir a privacidade dos usuários (BIS, 2020). Ademais, teria que cumprir requerimentos referentes ao combate à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo (CPMI, 2018).

No caso de sistemas de pagamentos privados que

Quadro 1: Características das moedas de bancos centrais

	Moedas existentes de bancos centrais		Moedas digitais de bancos centrais		
	Papel-moeda	Contas de compensação e reservas	Uso geral	Conta s	Uso restrito (atacado)
			Token		Apenas token
Disponibilidade 24/7	☑	☒	☑	(R)	(R)
Anonimato em relação ao BC	☑	☒	(R)	☒	(R)
Transferência direta (<i>peer-to-peer</i>)	☑	☒	(R)	☒	(R)
Rende juros	☒	(R)	(R)	(R)	(R)
Limites de retenção	☒	☒	(R)	(R)	(R)

Legenda: ☑ = característica existente ou provável; (☑) = característica possível; e ☒ = característica atípica ou improvável.
Fonte: adaptado de CPMI (2018, p. 6).



usem MDBC, o banco central precisa garantir concorrência entre os intermediários, dificultando a criação de sistemas fechados e facilitando a troca de provedores quando isso for de interesse dos consumidores, além de regular a coleta, uso e compartilhamento de dados.

É possível fazer um exercício de como os agregados monetários seriam afetados. Tomando os agregados tradicionais, a base monetária (B) seria composta pelo papel moeda em poder do público (PMPP), reservas bancárias e MDBC:

$$B = PMPP + reservas + MDBC$$

E os meios de pagamento (M1), independentemente da forma das MDBC serem *peer-to-peer* ou por contas, por:

$$M1 = PMPP + Depósitos à vista (DV) + MDBC$$

As MDBC poderiam alterar o volume e/ou composição de ambos e as possíveis implicações de tais mudanças são tratadas nos próximos parágrafos. Consequentemente, o cálculo do multiplicador bancário seria alterado.

Além das proporções DV/M1 (d) e PMPP/M1 (c), teríamos ainda MDBC/M1 (f), em que . A demanda por MDBC poderia se dar com correspondente queda de PMPP ($\Delta c = \Delta f$), o que simplesmente alteraria a composição da base monetária, sem alterar seu estoque, o mesmo valendo para os meios de pagamento.

Já se a demanda por esse novo ativo se desse com redução também dos depósitos à vista ou mesmo de ativos que não compõem os meios de pagamento, *i.e.*, fora do M1, isso afetaria a base e os meios de pagamento de forma mais substancial.

Cabe agora perguntar como as MDBC seriam vistas em relação ao PMPP, DV e os outros

ativos da economia, ou: como a MDBC se situa no espectro de liquidez das diferentes classes de ativos? Por ser emitida pela autoridade monetária, a MDBC tem potencial de ser percebida como um ativo de grande liquidez e segurança, como a moeda, mas potencialmente superior, uma vez que, principalmente no caso de altos montantes, o custo de carregamento tenderia a ser menor. Já o grau de substituição entre MDBC e DV, dependeria da funcionalidade e custos dos sistemas de pagamentos em cada caso (DV, MDBC via *token* e contas) e da remuneração ou não das MDBC. Caso não houvesse diferença de funcionalidade, as MDBC poderiam ser vistas como superiores aos DV, de forma que os últimos teriam que ter um rendimento superior às primeiras¹⁵. Há que se levar em conta ainda que os bancos podem oferecer serviços complementares aos depósitos à vista, como cartão de crédito, empréstimos de diferentes modalidades, entre outros.

Da mesma forma que acomodam de forma passiva a demanda do público por papel moeda pela conversão de depósitos à vista (e posterior ajuste do nível de reservas no mercado de reservas bancárias), os bancos comerciais teriam de fazer o mesmo em relação às MDBC. Se a demanda por MDCB se desse sem redução da demanda por moeda física, ou seja, pela queda de DV, haveria queda das reservas dos bancos, que recorreriam ao mercado de reservas¹⁶. Se o banco central tiver como instrumento de política monetária a taxa de juros, isso implicaria aumento da base para que os bancos pudessem cumprir seus requisitos de liquidez (do contrário a taxa básica ficaria acima da meta). Temos aí duas consequências mais diretas e em ambas o papel do banco central no sistema financeiro é ampliado. A primeira é que como a captação de

¹⁵Tomando como referência o conceito de taxa monetária de juros do ativo de Keynes (1996, p.223), dada pela soma do rendimento (q), prêmio de liquidez (l), valorização patrimonial (a), deduzidos os custos de carregamento (c), a taxa da MDBC poderia ser maior que a do papel moeda por ter um l tão alto quanto a moeda, mas um c ainda menor. A funcionalidade do sistema de pagamentos se refletiria em c, e caso os sistemas privados fossem melhores que os do banco central, o alto c, poderia tornar as MDBC até menos atrativas que os DV. Caso rendessem juros, as MDBC ainda teriam ainda .

¹⁶Dado um sistema bancário de reservas fracionárias, um saque afeta proporcionalmente mais as reservas que os depósitos à vista de um banco, de forma que tal operação pode levar o compulsório ou outro requerimento de liquidez qualquer para alguém do mínimo requerido.



reservas nesse mercado é feita usando títulos públicos como colaterais, um aumento da demanda por reservas poderia fazer com que os bancos centrais tenham ampliar os tipos de ativos aceitos como colateral em seus instrumentos de política monetária (CPMI, 2018). Isso em si significa que o banco central afetaria a liquidez e precificação de um espectro mais amplo de ativos. A segunda é que a base monetária poderia se tornar proporcionalmente maior em relação ao estoque total de ativos financeiros (M4).

Outra potencial consequência para os bancos comerciais caso as MDBC se tornem tão ou mais atrativas que os depósitos bancários, é que em episódios de instabilidade, a fuga para esses ativos, na forma de corridas bancárias (chamadas de *digital runs* por (CPMI, 2018)), poderia ser facilitada, dado o menor custo de se reter esses ativos (em comparação com a moeda física) e da maior facilidade de movimentação, ainda mais no caso de um sistema sem restrições de horários. A escala e velocidade que esses movimentos podem assumir seriam fatores de risco para a estabilidade do sistema financeiro.

A estrutura e funcionamento do sistema financeiro, particularmente a concessão de crédito pelos bancos comerciais também poderia ser afetada. No caso dos depósitos bancários terem que remunerar seus detentores com uma taxa acima da vigente para as MDBC (seja ela zero ou positiva), haveria uma menor oferta e maior custo dos depósitos à vista, principal fonte de recursos para os bancos comerciais, o que poderia aumentar o volume e o custo do crédito. Tomando os agregados, haveria uma redução do multiplicador, pela queda de d , fruto tanto das mudanças nas preferências do público como de uma menor demanda por crédito caso seu custo se elevasse. Esse aumento do custo seria ainda maior se as MDBC pagassem juros.

Assim, essas preferências, juntamente com a possibilidade da MDBC pagar juros ou não, pode ter impacto significativo sobre o volume e o custo do crédito (CPMI, 2018). Podemos estender esse raciocínio aos depósitos a prazo e

outros tipos de investimento, pois o aumento dos custos de captação poderia afetar as diferentes classes de ativos.

Vale reiterar aqui que esse impacto está diretamente ligado à funcionalidade do sistema de pagamentos via MDBC. Portanto, as possíveis implicações da implementação de MDBC vão além da forma escolhida pelo público para manter meios de pagamento. A decisão de um sistema *peer-to-peer* ou por contas é politicamente relevante, pois é uma escolha do banco central de ter um novo e maior papel no sistema de pagamentos. Se no que concerne aos meios de pagamento o banco central poderia substituir os bancos comerciais sem maiores consequências, não se pode dizer o mesmo para o caso do crédito.

Um último aspecto a ser considerado é a possibilidade da MDBC ser usada fora de sua jurisdição como meio de pagamento ou reserva de valor. Neste caso, o controle da entidade emissora sobre lavagem de dinheiro e outras questões afins ficam ainda mais comprometidos. Além disso, a possibilidade de um residente de um determinado país poder deter de forma legal e com baixo custo uma MDBC de outro país poderia gerar uma forte demanda por moedas de aceitação internacional e consequente “fuga” da moeda local, especialmente em países emergentes, comprometendo a capacidades das autoridades monetárias locais de estabilizar o sistema financeiro e o mercado cambial.

Considerações finais

Diversos bancos centrais, isolada e conjuntamente, vêm buscando alternativas, sendo as MDBC a maneira pela qual eles planejam se inserir nesse ambiente em transformação. No entanto, um aspecto comum nos diferentes relatórios aqui analisados, é que ainda há muitas incertezas sobre os potenciais custos e benefícios das MDBC. Estes, por sua vez, estão diretamente ligados às diferentes configurações que elas podem assumir. Ainda levará tempo para que as MDBC sejam algo difundido, se é que efetivamente serão, pois cada banco central tem



que considerar as diferentes opções de design de acordo com as especificidades de suas jurisdições.

Nesse sentido, não é possível abordar as MDBC de forma geral e homogênea e, muito menos, apresentar uma resposta assertiva acerca da funcionalidade ou não das suas consequências. A definição de como serão as MDBC terão implicações profundas sobre diferentes aspectos, como a resiliência do sistema financeiro doméstico, a eficácia da política monetária, a funcionalidade do sistema de crédito e dos meios de pagamento, entre outras. Uma questão política relevante, é que o papel do banco central nos sistemas financeiros pode mudar consideravelmente a depender da configuração assumida pelas MDBC. Questões como o equilíbrio entre privacidade e combate à lavagem de dinheiro, financiamento do terrorismo, entre outros, também não apresentam soluções simples.

Um dos aspectos a serem levados em conta é que alguns dos possíveis benefícios das MDBC não representam avanços significativos em relação às opções existentes. Os sistemas de pagamentos por depósitos (transferências e uso de cartões), por exemplo, são confiáveis, rápidos e seguros. Em novembro de 2020 entrará em operação no Brasil um sistema de pagamentos instantâneos sem limite de horários e com custo zero para pessoas físicas. Neste caso, que benefício adicional uma MDBC poderia trazer?

A pergunta anterior levanta um questionamento ainda mais amplo, qual seja: as MDBC são necessárias ou desejáveis? A resposta para isso certamente passa pela análise de custos e benefícios, mas vai muito além. Com exceção de países como a Suécia, o fim ou drástica redução do uso de papel moeda ainda parece estar distante e o mesmo se aplica à implementação e difusão de MDBC, pois na maioria dos países os estudos ainda são muito incipientes. Sendo assim, a despeito de as MDBC surgirem como uma realidade no horizonte do sistema monetário e financeiro internacional, ao que parece os objetivos de sua emissão sequer visam provocar grandes mudanças imediatamente. Nesse sentido,

o movimento dos bancos centrais para avaliar a criação de MDBC pode ser visto como uma estratégia defensiva, para que estes não sejam alijados dos sistemas de pagamentos (e eventualmente percam a capacidade de exercer outras atribuições). Se o mundo se torna mais digital e as novas gerações tendem a usar cada vez menos moeda, cabe aos bancos centrais acompanharem e até conduzirem esse processo. Portanto, muito além dos custos e benefícios em aspectos isolados, a criação de MDBC deve ser pensada como a única ação possível para que o Estado, e a autoridade monetária em particular, continuem a exercer papel relevantes nos sistemas econômicos.

Referências bibliográficas

- AUER, R; BÖHME, R. (2020). The technology of retail central bank digital currency. *BIS Quarterly Review*, março, pp.85-100.
- Bank for International Settlements (BIS) (2020). Central banks and payments in the digital era. In: *BIS Annual Report 2019/20. Promoting global monetary and financial stability*, pp.67-96.
- BECH, M.; GARRET, R. (2017). Central bank cryptocurrencies. *BIS Quarterly Review*, setembro, pp 55–70.
- Committee on Payments and Market Infrastructures and Markets Committee (CPMI) (2018). Central bank digital currencies.
- European Central Bank (ECB) (2020). Report on a digital euro, outubro.
- Financial Stability Board (FSB) (2020). Regulation, Supervision and Oversight of “Global Stablecoin” Arrangements. *Final Report and High-Level Recommendations*, outubro.
- G7 Working Group on Stablecoins (G7-WGS) (2019). Investigating the impact of global stablecoins, outubro.
- KEYNES, J.M. (1996) A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. Nova Cultural: São Paulo.
- PERUFFO, L.; FERRARI, A.; CUNHA, A.M. (2020). Criptomercados, o Iuane Digital e o Futuro do Dólar”. Disponível em <https://www.ufrgs.br/fce/criptomercados-o-iuane-digital-e-o-futuro-do-dolar/>. Acesso em 14 de outubro de 2020.



MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DO ACIONISTA E INVESTIMENTO PRODUTIVO: UMA ANÁLISE SOBRE AS EMPRESAS BRASILEIRAS

Eduardo Mantoan

Mestrando na UFF e pesquisador do FINDE/UFF

ÍNDICE

Investimento Produtivo e Financeirização no Brasil

Como ressaltado por Minsky (1986), seguindo a tradição keynesiana, numa economia fechada e sem governo, o investimento é a principal variável a explicar a trajetória de crescimento econômico. Sua importância se dá por sua capacidade em ampliar o potencial produtivo de uma determinada unidade produtiva e, em última instância, do próprio agregado da economia. A tradição do pensamento estruturalista¹, conforme descreve Bresser-Pereira (2019), postula que taxas adequadas de investimento, sobretudo o investimento produtivo industrial, se mostram relevantes para a sustentação do processo de mudança estrutural viabilizando o desenvolvimento econômico.

Keynes (1936) define que o nível de investimento é principalmente determinado pelo retorno esperado do ativo de capital (ou seja, dos lucros esperados), e em partes, pela taxa de juros. Adicionalmente, Minsky (1986, p. 212) destaca que a decisão de investimento depende tanto dos preços de oferta, quanto dos preços de demanda dos ativos de capital, assim como de suas condições de financiamento. Sendo este último critério o foco do autor, descrevendo que este pode ser garantido por três mecanismos: a) dinheiro e ativos financeiros em carteira da empresa; b) lucros retidos; e c) fundos externos (empréstimos). Minsky (1986, p. 214) descreve

que na medida em que os fundos internos podem não ser suficientes para os investimentos desejados das firmas, estas buscarão se financiar por empréstimos, comprometendo seus fluxos de caixa futuro e, caso suas expectativas sejam desapontadas, poderão ter diminuído suas margens de segurança à medida que a percepção de risco pelos emprestadores (bancos), aumente. Assim, o autor compreende a disponibilidade de financiamento como um elemento chave na economia, de modo que o investimento é um elemento puramente financeiro.

Nesta linha, Feijó *et al.* (2016) argumentam que o investimento é também influenciado por decisões de política econômica, na medida em que os Banco Centrais têm autoridade para definir exogenamente a taxa de juros de curto prazo. Em um cenário de aumento das taxas de juros, o investimento produtivo pode não aumentar (e sim reduzir), tanto pelo aumento do serviço da dívida, quanto pela tendência de alocação em ativos financeiros que se tornam mais rentáveis. Portanto, a administração da taxa de juros de curto prazo, atuando sobre as expectativas dos agentes, é capaz de estimular o nível de investimento. Sob altas taxa de juros, as empresas tendem a alocar seus recursos em ativos financeiros pelos maiores retornos no curto prazo. Entretanto, Feijó *et al.* (2016) descrevem que este processo pode comprometer o equilíbrio do fluxo de caixa ao longo do tempo, na medida em que tende a reduzir a taxa de crescimento da demanda agregada e consequentemente a geração

¹ Bresser-Pereira (2019) descreve que o estruturalismo tem suas bases nos trabalhos de Raúl Prebisch, Celso Furtado, Anibal Pinto, com influências dos trabalhos de Rosenstein-Rodan, Arthur Lewis, Gunnar Myrdal, Hans Singer, Michael Kalecki, Albert Hirschman.



de receita operacional futura. Portanto, a financeirização, ou seja, a crescente procura por retornos financeiros mais rápidos, tende a aumentar a parcela da renda apropriada pelas empresas sem necessariamente aumentar a renda agregada e o produto agregado. O Gráfico 1 ilustra a evolução da taxa de juros reais da dívida pública e a formação bruta de capital fixo da economia. Observa-se que o período de redução dos juros reais coincide com o aumento da participação dos investimentos produtivos no PIB e posteriormente o inverso ocorre.

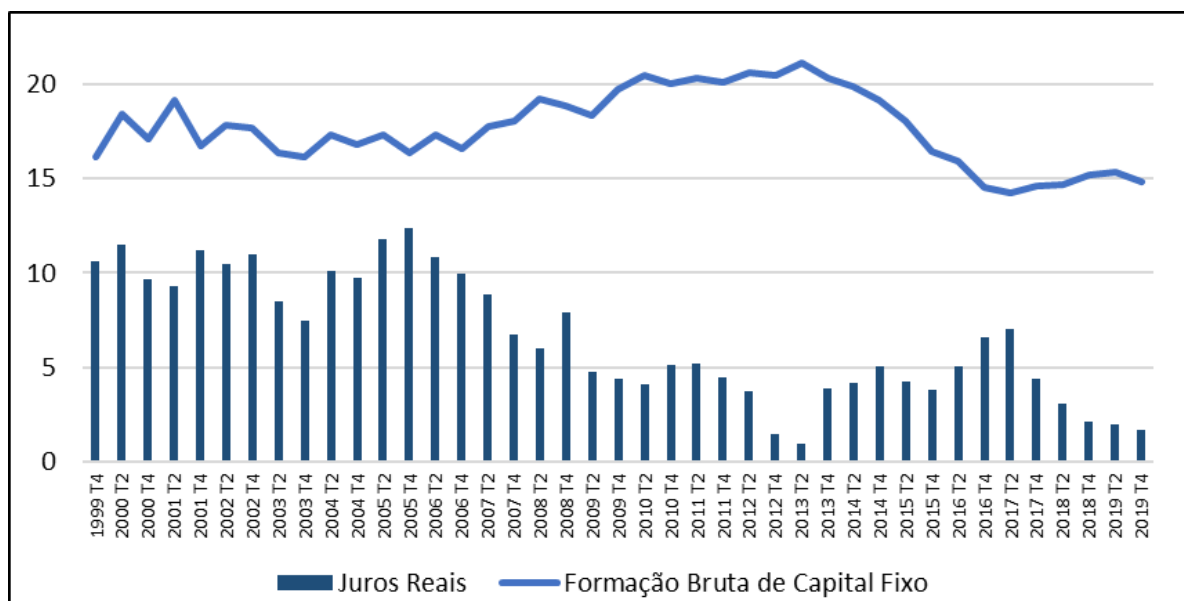
Paula e Meyer (2019), amparados no arcabouço teórico da financeirização, realizam estudo investigando as relações entre o investimento e a financeirização no Brasil. Os autores identificam dois principais mecanismos a partir do qual a financeirização pode afetar negativamente o investimento agregado, sendo estes: a) quando há pressão exercida pelos acionistas sobre os administradores das empresas na obtenção de maiores retornos e pagamentos de dividendos a curto prazo (Aglietta, 2000), e b) na medida em que as empresas trocam aplicações em investimentos produtivos por ativos financeiros

mais rentáveis (Stockhammer, 2007). Para Paula e Meyer (2019), a financeirização das empresas no Brasil é um processo em andamento, na medida em que as receitas financeiras têm aumentado, decorrentes das condições institucionais que garantem aos ativos financeiros maior liquidez e rendimento, mas que ainda não está claro se os pagamentos de dividendos tem implicado na redução de acumulação de capital produtivo. Para tanto e a partir de dados contábeis das empresas brasileiras a próxima seção buscará identificar correspondência empírica sobre os dois mecanismos aqui apresentados.

Investimento produtivo em disputa

Stockhammer (2007), argumenta que a financeirização trouxe muitas mudanças que potencialmente afetam o investimento produtivo das empresas, na medida em que novos instrumentos financeiros mudaram os padrões de financiamento, a orientação ao valor dos acionistas afetou as metas de gerenciamento e alterou o comportamento do investimento produtivo. Hein e van Treeck (2010) descrevem que os efeitos da financeirização se expressam em

Gráfico 1: Juros Reais (em %) e Formação Bruta de Capital Fixo (em % do PIB) no Brasil (1999-2019)



Fonte: Disponível em IPEADATA. Entende-se por Juros Reais a Taxa Selic Over descontada do IPCA.



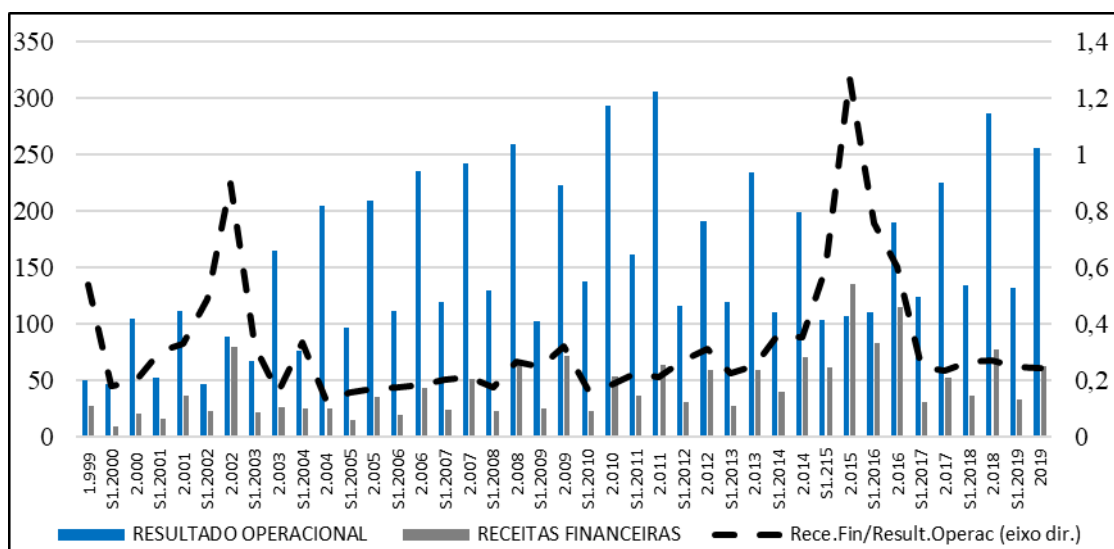
três formas na economia: a) os objetivos e as restrições das empresas são afetados, pois, o aumento do poder do acionista subordina as preferências dos administradores e trabalhadores por investimentos produtivos (objetivo de longo prazo) à preferência dos acionistas pela lucratividade (objetivo de curto prazo) e pagamento de maiores dividendos; b) o consumo das famílias passa a ser baseado em riqueza e financiado por dívida diante do aumento de ativos financeiros e de bens e serviços cuja oferta passa a seguir a lógica do circuito financeiro, e; c) a distribuição de renda é afetada por mudanças nas relações de poder entre acionistas, gerentes e trabalhadores. Os efeitos da distribuição impactam no investimento e consumo.

No âmbito das firmas, Aglietta (2000) argumenta que a financeirização alterou a sua governança conduzindo-as a um conjunto de comportamentos que induzem a maximização do valor para o acionista (*maximizing shareholder value*), na medida em que a presença de investidores institucionais pressiona as empresas a manter em níveis mínimos o fluxo de caixa livre. Em

conformidade, as firmas repassam mais lucros aos acionistas e também operam recomprando suas próprias ações², aumentando a demanda pelas mesmas e impulsionando sua valorização. Este mecanismo se torna imperativo no novo regime financeiro³.

Hein e van Treeck (2010) destacam a operância de um “*owner–manager conflict*”. Como os acionistas têm “portfólios diversificados”, estes têm uma relação passageira com as empresas e se preocupam muito mais com a lucratividade de curto prazo do que com a expansão e sobrevivência da firma a longo prazo. Portanto, o conflito entre o “proprietário e o gerente” induz uma reorientação na governança da empresa, implicando uma baixa propensão a investir em capital produtivo. Por sua vez, as firmas com baixo investimento reduzem seu potencial de crescimento e expansão no longo prazo, o que comprime seu lucro líquido. Segundo os autores, este ciclo implica uma maior dificuldade das empresas tomarem crédito nos bancos para investimentos produtivos. Forma-se assim um novo conflito de interesses, agora entre os

Gráfico 2: Resultado Operacional e Receitas Financeiras em Bilhões de R\$ (1999-2019)



Fonte: Elaboração Própria – Base de Dados da CDCA (CVM) – Valores atualizados pelo IPCA acumulado de 6 meses a preços de dez/2019 (IBGE).

²Tornando-se um dispositivo de gerenciamento padrão.

³Em referência a ideia de que haveria mudado o padrão de crescimento, indo do a) regime baseado na acumulação de capital produtivo, descrito como fordism regime, para o b) regime de acumulação liderado pelas finanças, denominado finance-led growth regime. Tal qual, conforme Boyer (2000).



acionistas e os credores (*shareholder-creditor conflict*), tornando as empresas mais dependentes de seus próprio recursos.

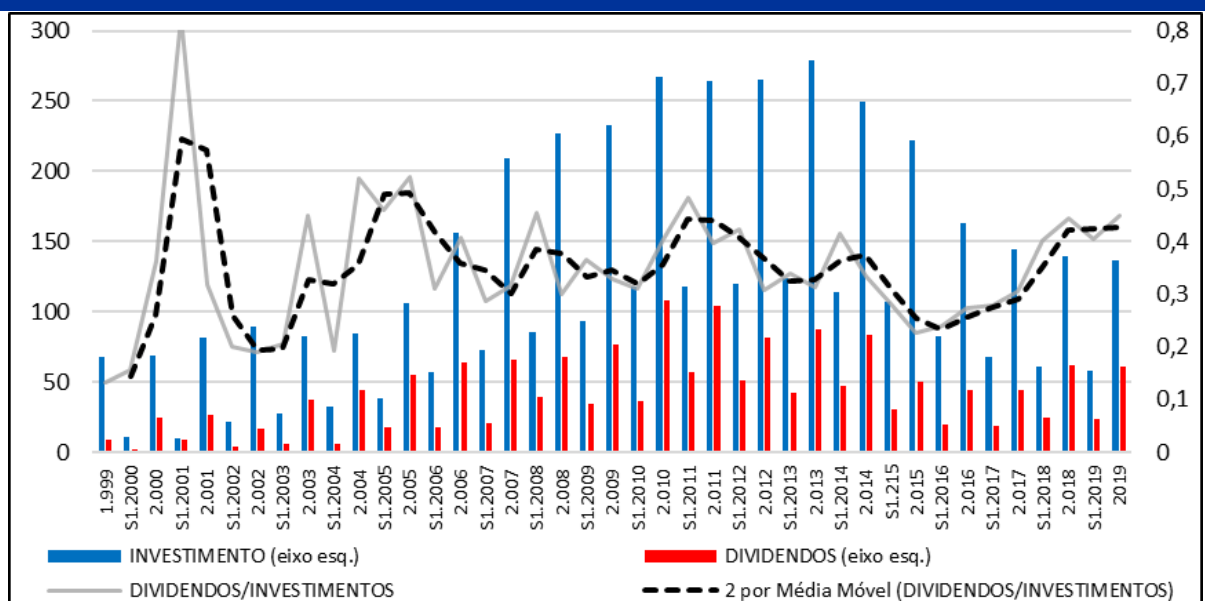
Em um olhar para o Brasil a partir do debate aqui posto, o Gráfico 2 apresenta a composição das receitas das empresas brasileiras, compostas pelas receitas operacionais e as receitas financeiras. Os dados amostrais são de cem empresas não-financeiras de capital aberto do Brasil, extraído dos Demonstrativos de Resultado do Exercício e Demonstrativo de Fluxo de Caixa que constam nas Demonstrações Financeiras e Patrimoniais disponíveis através da plataforma de *Consulta de Documentos de Companhias Abertas* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os dados estão dispostos a partir dos resultados contábeis do primeiro semestre de cada ano e do resultado anual, com a amostra se iniciando em 1999 e terminando em 2019. Também optou-se por este intervalo de tempo por apresentar um percentual maior de observações disponíveis, visto que para os anos anteriores a base de dados da CVM passar por apresentar maior escassez nos dados.

Os dados expressam que até o ano de 2004 não havia uma tendência bem definida em relação a

participação das receitas financeiras, mas que a partir deste ano ocorre sistemática tendência de aumento destas no fluxo de entrada. Em 2004 a relação se encontrava em torno de 15% dobrando para em torno de 30% em 2013. Este movimento é um reflexo do desenvolvimento do mercado financeiro no país com a maior disponibilidade de ativos financeiros para a gestão das tesourarias das empresas, em conformidade com as características de financeirização de firmas apresentadas por Hein e van Treeck (2010) e também Carvalho (2018). Verifica-se, também, que o montante das receitas financeiras superou o lucro operacional no período mais agudo da crise de 2015-2016. O movimento está em consonância com o período de recessão econômica, que atingiu negativamente o lucro operacional das empresas, e as elevadas taxas de juros praticadas entre 2015 e 2016, que acarretam em uma maior rentabilidade dos ativos financeiros em posse das firmas.

Consequentemente, os dados sugerem que houve um maior deslocamento de recursos das empresas para a compra de ativos financeiros durante a crise e, assim, refluindo recursos antes destinados em investimentos produtivos,

Gráfico 3: Investimento Produtivo e Distribuição de Dividendos em Bilhões de R\$ (1999-2019)



Fonte: Elaboração Própria. Base de Dados CDCA (CVM). Valores atualizados pelo IPCA acumulado de 6 meses a preços de dez/2019 (IBGE). Entende-se por Investimento a soma dos gastos em imobilizado, biológicos e intangíveis e por Dividendos a soma dos gastos em distribuição de dividendos e pagamentos de juros sobre o capital próprio, ambos disponíveis nos DFC das empresas da amostra.



podendo ser melhor expresso no Gráfico 3, onde a queda nos investimentos produtivos ocorre em igual período.

A trajetória do investimento produtivo das empresas da amostra apresentado no Gráfico 3 está em acordo com a trajetória da Formação Bruta de Capital Fixo da economia apresentada no Gráfico 1. O investimento produtivo das empresas teve relevante aumento de dispêndio até o ano de 2013, quando então se registrou franco declínio. Adicionalmente, verifica-se que a trajetória dos dividendos distribuídos segue as flutuações dos investimentos produtivos, contudo os gastos com distribuição de dividendos se mostram mais rígidos que os gastos com investimento produtivo. Verifica-se que enquanto os investimentos produtivos se expandiam houve uma leve tendência de diminuição no peso dos dividendos sobre os investimentos, mas a partir do momento que o investimento produtivo colapsa tem-se que os dividendos recuperam sua participação, onde os investimentos se mostram como uma variável menos rígida na decisão de dispêndio das empresas. Assim, este movimento se mostra como um dos mecanismos da financeirização de empresas, conforme Aglietta (2000) *maximizing shareholder value*, em que os investimentos produtivos das empresas se mostram como uma variável que passa a disputar os recursos da empresa com as rendas dos acionistas e, especialmente, no momento de declínio da atividade econômica perde sucessivamente sua prevalência.

Stockhammer (2004) salienta que a perda de prioridade dos investimentos frente aos compromissos financeiros (bancário-acionário) é amplamente consolidado na literatura sobre financeirização a partir de dois principais eixos: efeito *crowd-out* do investimento produtivo a partir da acumulação de capital financeiro e orientação de *maximizing shareholder value* (MSV). A tese da maximização do valor do acionista identifica que

este mesmo mecanismo de prioridades possa implicar também no sacrifício dos investimentos produtivos frente a distribuição de dividendos aos detentores de ações. Em conformidade com os dados apresentados das empresas brasileiras. Este processo pode ser também explicado por implicações institucionais que envolvem a entrada das empresas no mercado de capitais. Conforme as instruções número 400 (2003) e número 476 (2009) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regulamenta o mercado de capitais e exige das empresas que estas tenham declaradas suas políticas internas de distribuição de dividendos, no qual em franca maioria as empresas estipulam cotas mínimas sobre os lucros líquidos que devem ser distribuídas aos acionistas.

Para Feijó et al. (2016) o processo de financeirização no Brasil é explicado, tanto pelas altas taxas de juros praticadas, que estabelecem um piso alto demais para o investimento produtivo competir, quanto pela alta vulnerabilidade da economia brasileira a choques externos, o que reduz o grau de confiança nas expectativas que apoiariam o comprometimento de recursos a longo prazo. Os autores identificam que a partir da abertura comercial, impulsionou-se uma tendência de altas taxas de juros real, implicando na diminuição da acumulação de capital produtivo, influenciado mais pela maior atratividade dos ativos financeiros do que pelo aumento do custo do financiamento. Apontam também a redução relativa da parcela de crédito a pessoas jurídicas no PIB, o que sinaliza uma limitação do financiamento disponível para investimentos produtivos, tornando as empresas cada vez mais dependentes de recursos internos.

Portanto, o processo de financeirização no Brasil reforça o caráter pró-cíclico dos investimentos produtivos, atuando como um mecanismo que também⁴ dificultou a retomada do investimento no momento de queda da atividade econômica. Isto se dá por ser mais um destino de recursos

⁴ Políticas de austeridade fiscal e reformas econômicas foram implementadas presumindo que impulsionariam o investimento privado. As reformas consistiram em limitar direitos trabalhistas, restringir o acesso ao seguro-desemprego e um conjunto de exonerações fiscais, conforme relata Carvalho (2018), além da implementação do Teto de Gastos com base no argumento da “contração fiscal expansionista” (PAULA e OREIRO, 2019). Contudo, ambas as medidas fracassaram no objetivo de impulsionar o investimento privado.



que compete com os investimentos produtivos e que estão em constante pressão para validar a maximização do valor das ações e permanecer sancionando as estratégias de curto prazo de remuneração aos acionistas. Tais relações se colocam como mecanismos que colaboraram com o declínio da Formação Bruta de Capital Fixo no Brasil desde a crise econômica de 2015-2016 e que, em última instância, passa por inviabilizar o crescimento e o próprio desenvolvimento econômico.

Conclusão

Bruno e Caffé (2015) descrevem o processo de financeirização brasileiro como um processo de acumulação por “hiperjuros” em conformidade com as historicamente elevadas taxas de juros reais da economia brasileira. Este tipo de financeirização passou a tornar mais atrativo para as empresas e suas tesourarias a diversificação do seu portfólio de ativos com a presença de mais ativos financeiros (Carvalho, 2018), incentivando a reorientação da gestão das empresas, que passam por tornar relevante em sua gestão o desempenho de suas ações no mercado de capitais e por assumirem compromissos mais rígidos com a remuneração de seus acionistas voltadas para retornos de curto prazo.

Mostramos que no Brasil, a partir de 2004, observa-se uma tendência de aumento da participação das receitas financeiras no fluxo de entrada das cem empresas brasileiras da amostra. Verifica-se, também, que o período de recessão econômica, entre 2015 e 2016, levou o montante das receitas financeiras a superar o lucro operacional. Este movimento de ampliação das atividades de tesouraria nas empresas, sobretudo em uma economia com elevadas taxas de juros, leva os recursos destinados ao investimento produtivo estar em constante disputa no interior da gestão das empresas, fazendo-as se distanciarem de suas atividades operacionais frente as novas possibilidade de reprodução e acumulação de capital a partir dos ativos financeiros. Portanto, esta característica da financeirização de empresas tende a aumentar a

parcela da renda apropriada pelas empresas sem necessariamente aumentar a renda agregada e o produto agregado.

Um segundo mecanismo explorado na presente análise foi identificar se havia correspondência empírica no Brasil do processo teórico descrito como *maximizing shareholder value*, ou seja, quando há pressão exercida pelos acionistas sobre os administradores das empresas na obtenção de maiores retornos e pagamentos de dividendos a curto prazo (Aglietta, 2000). Os dados sugerem que enquanto as expectativas sobre o desempenho econômico estavam sendo validadas pelos lucros foi possível haver uma expansão dos gastos com investimento produtivo, expansão está maior que a expansão dos dividendos distribuídos. Mas, com o declínio da atividade econômica no país e as expectativas frustradas, o investimento produtivo se encolheu sucessivamente nos períodos posteriores. Em contrapartida, os dispêndios com remuneração dos acionistas, que também havia declinado, se mostrou como uma variável mais rígida em relação aos investimentos por posteriormente recuperar seu peso em relação aos investimentos. Este movimento mostra haver, ao menos neste período pós crise, que as empresas passaram por aumentar a prioridade da remuneração aos acionistas, tornando o investimento produtivo uma variável secundária em suas decisões de gestão e reafirmando o poder dos interesses dos acionistas em remuneração de curto prazo na disputa pelos destinos dos recursos disponíveis das empresas.

Nesse sentido, observa-se a existência de mecanismos que se colocam como obstáculos para a retomada do investimento produtivo, que passa a entrar em disputa com os recursos das empresas com os ativos financeiros e a remuneração aos acionistas. Ademais, a recuperação da economia se torna mais lenta, dado o menor peso das atividades operacionais na composição das receitas das firmas e a diversificada gama de produtos e ativos financeiros disponíveis, ocasionando o efeito *crowding-out* do investimento produtivo para



aplicações financeiras que apresentam rentabilidade elevada e liquidez no curto prazo (Stockhammer, 2007). Devido ao caráter pró-cíclico e disfuncional da financeirização, há grande dificuldade para a restauração do estado de expectativas dos agentes que, ao se deparar com estímulos de oferta, priorizam recompor seus lucros sob uma visão de curto prazo. A resposta da política econômica brasileira tem sido, desde 2015 de corte de gastos públicos e de adesão a uma agenda de política de austeridade fiscal. Neste sentido tem ido na contramão de sustentar a demanda agregada para ancorar as expectativas dos agentes para concretizar o investimento produtivo e, em última instância, sancionar o crescimento econômico.

REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M. A. Shareholder value and corporate governance: some tricky questions. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 146-159, 2000.
- BRESSER-PEREIRA, C. L. Do desenvolvimentismo clássico e da macroeconomia pós-keynesiana ao novo desenvolvimentismo. *Brazilian Journal of Political Economy*. v. 39, n. 2. 2019.
- BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, p. 111-145, 2000.
- BRUNO, M. A. P.; CAFFÉ, A. R. D. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. In: BRUNO, Miguel. (Org.). *Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil*. Rio de Janeiro: Escola Nacional de Ciências Estatísticas - IBGE, p. 35-61, 2015.
- CARVALHO, L. Valsa Brasileira: Do Boom ao Caos Econômico. Todavia, São Paulo. 2018.
- FEIJÓ, C; LAMÔNICA, M. T.; BASTOS, J. C. A. Why does the investment rate not increase? Capital accumulation and stabilization policy in the 1990s and 2000s in Brazil. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 4, p. 539-561, 2016.
- HEIN, E.; VAN TREECK, T. 'Financialisation' in Post-Keynesian models of distribution and growth-a systematic review. IMK working paper, 2008.
- KEYNES, J. M. The general theory of interest, employment and money. Palgrave Macmillan, 1936.
- MINSKY, H. Estabilizando uma economia Instável: A inclinação natural das economias de mercado, complexas e globais, em direção à instabilidade. Osasco. Novo Século. 2013[1986].
- PAULA, L. F.; MEYER, T. R. Financialisation, growth and investment in Brazil. In Levy, N. & Bustamante, J. (ed.). *Financialisation in Latin America: Challenges of the Export-Led Growth Model*. London: Routledge, p.199-233. 2019.
- PAULA, L. F., OREIRO, J. L. Macroeconomia da Estagnação. *Insight e Inteligência*, n. 87, p. 90-99, out/nov/dez, 2019.
- STOCKHAMMER, E. Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.
- _____. Some Stylized Facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime. Working Paper Series, Political Economy Research Institute, UMASS. n. 142, 2007.
- ZWAN, N. VAN DER. Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, v. 12, p. 99-129, 2014.



CHILE: BREVE HISTÓRIA E PERSPECTIVAS DIANTE DO PLEBISCITO DE 2020

Julia Bustamante
Doutoranda em Economia na UFRJ

ÍNDICE

Em março de 1990, assumiu o primeiro líder eleito democraticamente após dezessete anos de regime militar no Chile. Mais recentemente, em outubro de 2020, a importante vitória da opção "aprovo"¹, com 78,28% dos votos, assinalou um passo importante no processo de ruptura com trinta anos de democracia tutelada por uma Constituição redigida pela ditadura militar. Mais de sete milhões de chilenos decidiram - em uma eleição com voto facultativo e sob o contexto de pandemia - pelo início do processo constituinte, por meio de uma Convenção Constitucional². Em sua décima primeira constituição, o Chile terá pela primeira vez na história do país uma carta redigida por uma assembleia eleita.

A mudança da Constituição foi uma das principais reivindicações feitas durante a eclosão social de outubro de 2019, cujas manifestações foram as mais massivas desde o retorno da democracia e desencadearam uma repressão estatal que resultou na morte de mais de 30 pessoas e em mais de cinco mil e quinhentas denúncias de violações de direitos humanos³, que serão alvo de uma comissão da verdade própria. A realização do plebiscito em 2020 foi fruto de um acordo firmado, nesse contexto, em 15 de novembro de 2019.

Este breve artigo visa proporcionar uma síntese histórica da política e economia chilenas sob o neoliberalismo antes e após a transição

democrática de 1989, de modo a conectar a discussão presente - marcada pela aprovação da realização do plebiscito do último mês - com as do passado. Argumenta-se que a permanência da Constituição de 1980 representa uma forte amarra não apenas à participação democrática, mas também às possibilidades de construção de padrões de desenvolvimento alternativos ao neoliberalismo. Resgatam-se, adicionalmente, uma série de protestos que ocorreram nas duas últimas décadas, destacando a importância dos protestos de 2006 como marco da geração política que atua hoje pela nova Constituição. Conclui-se por apontar que a aprovação da Convenção Constitucional configura uma oportunidade ímpar de se operar uma ruptura com o modelo neoliberal, o fim de uma transição que, trinta anos após a posse de Patricio Aylwin como presidente, segue incompleta. Destaca-se, entretanto, que a opção pelo "aprovo" não foi tomada unicamente por opositores do governo Sebastián Piñera e que as eleições de abril de 2021 serão definitivas para os contornos do processo constituinte, no qual será necessária uma maioria de dois terços para qualquer tomada de decisões, ficando excluído qualquer ponto gerador de dissidência.

Antecedentes: o neoliberalismo autocrático dos anos 1970 e 1980

Nas paredes do Chile, durante os protestos de 2019, se lia: "*el neoliberalismo nace y muere en Chile*".

¹ Resultado disponível em: <<http://www.servelecciones.cl/>>.

Serão eleitos em eleições diretas, 155 delegados e delegadas constituintes, em 11 de abril de 2021, junto às eleições locais.

² Durante nove meses, prorrogáveis por mais três, estes redigirão a proposta constitucional, que deverá ser referendada ou não por meio de novo plebiscito, de voto obrigatório. Pela primeira vez na história mundial, a delegação deverá ser composta metade por homens e metade por mulheres, além das reserva de cadeiras aos povos indígenas e da participação de pessoas que não compõem partidos políticos.

³ De acordo com a Unidade Especializada de Direitos Humanos do Ministério Público Nacional do Chile.



Às ideias e projetos não convêm redigir certidões de nascimento ou óbito, posto que seu desenvolvimento se processa de modo muito mais gradual àquele atribuído aos seres humanos. Entretanto, se possível fosse determinar um marco exato para o início da longa história do neoliberalismo na América Latina, este seria o dia de 11 de setembro de 1973, na cidade de Santiago do Chile. Neste dia, o golpe do general Augusto Pinochet derrubou o governo socialista de Salvador Allende e pavimentou o caminho para que as políticas dos *chicago boys*, economistas monetaristas da Escola de Chicago liderada por Milton Friedman, passassem a ser implantadas no Chile.

Estas políticas promoveram um desmonte do projeto da coalização da Unidade Popular, recorreram ao autoritarismo para serem implementadas e seguiram o receituário neoliberal de políticas de controle monetário, aumento das taxas de juros, redução dos gastos sociais, liberalização financeira e comercial e privatizações de empresas e serviços públicos. Já nos primeiros anos, houve uma redução drástica dos investimentos públicos, forte desvalorização salarial e aumento do desemprego. O conjunto desses fatores faz com que o Chile seja visto como o grande experimento do neoliberalismo no século XX.

Assim como o conjunto da América Latina, o Chile é até hoje condicionado pelas heranças de seu passado colonial, que se manifestam, dentre outros elementos, na concentração na propriedade da terra e na relação hierárquica entre as elites e as camadas populares. No processo de construção do Estado Nacional, no século XIX se originaram grandes fortunas, centradas na mineração, nas finanças e no comércio, que moldam a estrutura econômica do país até o presente. Destaca-se a importância fundamental do cobre, um dos preços fundamentais da economia chilena.

Os anos 1970 e 1980 marcaram a crise do projeto de industrialização via substituição das importações nas economias latino-americanas e o início de um

“el neoliberalismo nace y muere en Chile”.

novo padrão caracterizado pela especialização produtiva. A concentração econômica chilena na Região Metropolitana de Santiago se manteve, mas o novo padrão pode ser verificado pelas consequências da abertura comercial na metade da década de 1970 e da abertura da mineração ao investimento estrangeiro no início dos anos 1980. Tais políticas privilegiaram as regiões com recursos naturais importantes - como as regiões de pesca e mineração -, que cresceram por meio de suas exportações, em detrimento das regiões que tinham uma participação relativamente alta de indústrias manufatureiras de substituição de importações na transição dos anos 1960 para os 1970, e que sofreram os impactos da abertura comercial, de modo que caiu a participação dessas regiões no PIB do país (BCC, 2006).

Outro fator importante foi a privatização de instituições financeiras públicas e liberalização financeira. Os fundos de pensões foram privatizados e a previdência foi transformada em um sistema de capitalização que resultou em aposentadorias, para os segmentos mais pobres da população, com valores abaixo do salário-mínimo do país. De modo geral, as políticas adotadas impactaram profundamente os investimentos, estimulando a financeirização da economia chilena. Os sistemas de saúde, educação, energia, água e outros serviços básicos foram privatizados. Assim, no mais famoso experimento neoliberal, crescia também um aparato repressivo - que institucionalmente se mantém até os dias atuais. Ao lado do desmantelamento do Estado, o regime militar consolidava seu poder através da violência política contra seus opositores, sendo o Chile, em 1980, o país com o maior gasto nas Forças Armadas da América Latina, representando cerca de 6% do PIB (FLACSO, 1982).

Para a ortodoxia econômica, o caso chileno é o exemplo a ser seguido, e o sucesso relativo do modelo conspiraria contra sua mudança. Entretanto, as evidências de sucesso ocultam significativas mazelas que este modelo produz.



Embora o crescimento econômico tenha sido em média maior do que o da região, a distribuição de renda é extremamente desigual. Em termos de riqueza, o Chile atual segue oligárquico como no século XIX, e a economia segue altamente dependente das exportações de commodities e estruturalmente frágil. Verificou-se, portanto, uma redução da pobreza absoluta que produzia uma base para um consenso em torno do modelo devido às altas taxas de crescimento com uma permanência, entretanto, da pobreza relativa.

As mudanças introduzidas nas estruturas econômicas e institucionais do país foram tão profundas que marcaram uma nova etapa do capitalismo no Chile. Deste modo, considera-se que nas últimas três décadas do século XX, o Chile passou por grandes transformações econômicas, cujo pano de fundo foram as mudanças engendradas pela crise do final da década de 1960. A estrutura setorial da economia chilena mudou drasticamente, refletindo não apenas as profundas reformas estruturais realizadas internamente, como a nova divisão internacional do trabalho e a rearticulação da economia mundial conhecida como globalização neoliberal. Apesar do fim da ditadura, esta estrutura sobrevive até o presente, a despeito dos governos de centro-esquerda após a transição democrática.

Com a Constituição de 1980, décima do país, Pinochet erigiu uma engenharia capaz de enraizar o neoliberalismo autoritário no Chile de modo a permitir sua continuidade mesmo após a transição à democracia em 1989. Esta herança se manifesta diretamente na permanência de uma lógica de “Estado mínimo”, orientado pela lógica do mercado, de modo que as possibilidades de promoção de novas estratégias de desenvolvimento são demasiado estreitas com a permanência da Constituição de 1980. Ela institui o Estado subsidiário, que impede o setor público de participar diretamente das atividades econômicas, bem como de regular efetivamente o mercado (PIZARRO, 2013, p.130).

O retorno à democracia dos anos 1990: uma transição inacabada

No Chile, de modo semelhante ao Brasil, a transição da ditadura ao regime democrático ocorreu de tal modo que os setores opositores ao autoritarismo assumiram o poder sem serem capazes de avançar no pleno desmonte das estruturas oligárquicas preexistentes. Prevaleceram governos de tonalidade social-democrata que não conseguiram, entretanto, superar o quadro do neoliberalismo instalado no país.

Com o fim do regime militar, iniciou-se um período democrático marcado pela alternância de dois blocos principais na política chilena. De um lado, a *Concertación* e, de outro, a direita tradicional. Não obstante, como abordado anteriormente, o Chile manteve em sua Constituição e em seu desenho eleitoral uma série de enclaves políticos autoritários que coibiram a transformação da lógica subjacente ao Estado subsidiário. Dentre estes fatores, destacam-se um sistema eleitoral binominal discriminatório, com a presença de senadores vitalícios, um sistema eleitoral que sobre-representou a direita pelo desenho dos distritos, bem como as restrições impostas à implantação de iniciativas econômicas. A partir dos anos 2000, nos governos Lagos e Bachelet, diversos desses enclaves foram derrubados, mas o enclave eleitoral apenas em 2017⁴. Consequentemente, a essência da Constituição imposta pela ditadura seguiu intacta e, igualmente, suas alterações posteriores carecem de legitimidade, uma vez que não foram plebiscitadas. Para se ter uma dimensão, mesmo que a Assembleia Geral das Nações Unidas tenha reconhecido explicitamente o acesso à água potável como pré-condição fundamental para a realização de outros direitos humanos em 2010, no Chile, o acesso à água para consumo ainda não é reconhecido em nenhuma norma.

A renúncia do Estado à atividade produtiva e a adoção de políticas públicas voltadas estritamente

⁴ As reformas eleitorais que passaram a vigorar no pleito presidencial de 2017 tratam principalmente do vínculo entre empresas e partidos, e das regras para as campanhas eleitorais. Dentre outros, cresceram as contribuições do Estado a partidos e campanhas e foram proibidas as doações de empresas a campanhas políticas.



aos mais pobres prescritas pelo FMI modificou radicalmente a política social chilena, que assumiu a focalização em substituição à universalidade na educação e saúde. Da mesma forma, o regime de capitalização tornou-se o único existente no país. Em condições de política fiscal restritiva e regime tributário regressivo, a oferta de saúde e educação para famílias de baixa renda revela uma deterioração da qualidade e uma dificuldade no acesso. Apesar do considerável crescimento do PIB per capita chileno, de acordo com os dados da Pesquisa Nacional de Caracterização Socioeconômica (Casen) de 2017, os 10% mais ricos das famílias obtêm 38,1% da renda, contra 1,4% apropriado pelos 10% mais pobres. Esta pesquisa tem reiterado a grave desigualdade de renda no país, que não se alterou mesmo com as políticas focalizadas de transferências monetárias, representando também uma imensa brecha que separa os rendimentos do capital e do trabalho, a despeito da aceleração do crescimento, das transferências de renda para grupos vulneráveis e da diminuição da pobreza absoluta.

O modelo levou a uma massiva privatização da política social, com sistemas privados de saúde e educação; estes últimos com subsídios para as classes médias. Quando comparado o gasto público social chileno com os da OCDE e demais países da América Latina, este é muito menor, especialmente em termos de educação e saúde. A insatisfação com o acesso aos serviços públicos básicos, notadamente a educação e a mobilidade urbana, foram pontos centrais do crescente descontentamento social verificado ao longo dos anos 2000 e cujo ápice ocorreu em 2019.

Os anos 2000 e a ruptura do consenso da democracia tutelada

Há quase cinquenta anos nascia, sob o signo autocrático, o neoliberalismo latino-americano, que se apresentava como alternativa diante do esgotamento do modelo de industrialização por substituição de importações. Nas décadas seguintes esse projeto se afirmou como hegemônico, sendo carregado por uma série de governos eleitos democraticamente, em especial a

partir dos anos 1990. Desde então, tem sido adotado um modelo de integração subordinada da América Latina à nova fase do capitalismo mundial, reafirmando o caráter espoliativo, dependente e ampliador de inequidades do capitalismo da região. No final da década de 1990 o neoliberalismo demonstrou seus primeiros sinais de esgotamento, em um contexto de crises econômicas e ascensão de um novo ciclo de governos progressistas na região. Neste contexto, destacamos uma série de mobilizações sociais ocorridas no Chile, que contribuíram para o quadro geral de crise institucional e política que visa ser superado com a elaboração da nova constituição.

O ano de 2006 pode ser considerado a referência para o início deste ciclo político de crise do regime instaurado com a transição democrática. A chamada “revolta dos pinguins”, protesto do movimento de estudantes secundários durante o governo Bachelet, representou uma vigorosa entrada de movimentos sociais e cidadãos no cenário político do país. Em 2011, novamente grandes mobilizações estudantis - desta vez protagonizada pelos estudantes universitários - abalaram a sociedade, evidenciando o descontentamento da grande maioria dos cidadãos com o sistema de ensino do país, um dos mais caros do mundo. Exigia-se que o Estado provesse educação pública, gratuita, de qualidade e sem segregação social a todos os jovens do Chile.

Na última década, portanto, a série de manifestações cidadãs indicaram que o ciclo político que restaurou a democracia em 1990 perdeu sua legitimidade. Apesar de um núcleo central associado ao movimento estudantil, há um florescimento de uma série de organizações que reivindicam direitos de povos originários, ambientalistas, LGBTs, usuários do sistema de transporte público e trabalhadores terceirizados, dentre outros. Pode-se afirmar que a permanência quase inalterada da situação política por um longo tempo engendrou um acúmulo de demandas insatisfeitas, tornando o sistema institucional vigente crescentemente incapaz de atendê-las (LACLAU, 2013).



Em 2019, os protestos no Chile começaram novamente com alunos do ensino médio. Após o aumento das tarifas do metrô de Santiago, iniciaram-se uma série de protestos novamente liderados por estudantes secundários, as chamadas “*evasiones del metro*”. Estes protestos foram, entretanto, duramente reprimidos, de tal modo que o presidente Piñera decretou estado de emergência na capital do país e levou os militares (*carabineros*) às ruas contra a população, em uma medida inédita desde 1987, ainda sob ditadura militar. A repressão foi, entretanto, um elemento de ampliação da mobilização popular que, para além do aumento da passagem, incorporou nitidamente reivindicações de descontentamento com as medidas neoliberais vigentes. Os protestos evidenciaram, portanto, as contradições de três décadas de democracia pactuada por uma transição que herdou muitos males do período ditatorial. Ao afirmarem que “não são trinta pesos, mas trinta anos”, os manifestantes passaram a exigir não meramente a renúncia do presidente Piñera, mas a necessidade de um processo constituinte.

O caráter anti-neoliberal do movimento de 2019 se evidencia nas reivindicações que enfocam os serviços públicos – como educação, saúde e transporte – além de direitos trabalhistas e previdenciários, que vão de encontro à política implementada por Pinochet e que não logrou-se até então destruir, não obstante os governos da oposição, a Concertação. Rompeu-se o aparente consenso social, econômico e político do regime chileno.

O triunfo do *Apruebe* e os desafios da Constituinte

No último dia 25 de outubro, os eleitores aprovaram massivamente (78,2%) a opção do “Aprovo”, autorizando o processo constituinte. No mesmo dia foi também realizada a escolha do órgão encarregado de redigir a nova Constituição, em que vence a opção por uma “Convenção Constitucional”, composta inteiramente por cidadãos eleitos pela população; em oposição a uma “Convenção Mista”, que seria dividida igualmente entre cidadãos eleitos e parlamentares em exercício, eleitos por eles próprios. Os delegados que serão eleitos em abril de 2021, elaborarão uma proposta de Constituição que poderá

redefinir o tipo de Estado e de sua administração, assim como a permanência ou não do presidencialismo e do sistema bicameral. Também poderão discutir o reconhecimento de direitos sociais desmercantilizados, como saúde, educação, previdência social e recursos naturais.

Ao longo do presente artigo, buscamos argumentar que uma nova Constituição é necessária não somente de modo a ampliar a participação democrática do conjunto dos cidadãos chilenos, mas também para que seja possível a promoção de uma estratégia produtiva e de inserção internacional alternativa, que favoreça a transformação dos recursos naturais e valorize o conjunto das forças produtivas. As mobilizações cidadãs representaram a oportunidade de desafiar as desigualdades e a violência estatal, bem como a possibilidade da promoção de um novo modelo econômico, que supere a atual matriz produtiva e exportadora. Suas demandas foram canalizadas para a demanda por mudanças estruturais a partir da formulação de uma nova constituição, que possa pôr fim ao Estado subsidiário, garantindo direitos sociais ao conjunto da população. Os resultados do plebiscito apontam que o povo chileno considera que o modelo econômico e o Estado subsidiário, consagrados na Constituição de 1980, são um entrave a uma distribuição equitativa do poder e da riqueza.

A elaboração da nova Constituição democrática e representativa, que será discutida e aprovada por todos os cidadãos, é um marco ímpar na história chilena. Não é possível, entretanto, transpor diretamente o peso do voto do “aprovo” a uma reprovação dos governos de direita de Sebastian Piñera, de modo que muito ainda estará em jogo na eleição dos delegados. Passado um ano do “*estallido social*”, as mais distintas forças sociais do Chile deverão se posicionar diante do processo constituinte, em busca de composições que permitam formar maiorias de dois terços. Até o presente, o que se pode afirmar é que, se não se verificarem transformações políticas de profundidade comparável às engendradas pelo golpe de Estado de 1973, o quadro econômico herdado pela democracia dificilmente será revertido. Para tal, as eleições de abril de 2021 são fundamentais, de modo a evitar



que, de alguma forma, a história se repita sem um processo de ruptura efetiva com o passado autoritário.

REFERÊNCIAS

- BANCO CENTRAL DE CHILE; Klaus Schmidt-Hebbel. *Documentos de Trabajo 365 - El crecimiento económico de Chile*, 2006. Disponível em: <<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/2112278.pdf>>. Acesso em: 27/10/2020.
- LACLAU, Ernesto. *A razão populista*. São Paulo: Três Estrelas, 2013.
- OSORIO, Jaime. América Latina bajo el fuego de las grandes transformaciones económicas y políticas: Política y Cultura, n. 37, 2012, pp. 65-84. Disponível em: <<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=26723182004>> Acesso em: 28/10/2020.
- PIZARRO, Roberto. *Chile: crisis orgánica y razón ciudadana*. Aportes, Revista de la Facultad de Economía, BUAP, Ano XVIII, Número 47, Janeiro - Abril de 2013 .
- FLACSO Santiago de Chile; VARAS, Augusto. *Militarización, Armamentismo y Gasto Militar en Chile: 1973-1981*. Material de Discusion, Programa Flacso-Santiago de Chile, 1982. Disponível em: <<http://flacsochile.org/biblioteca/pub/memoria/1982/001116.pdf>>. Acesso em: 27/10/2020.



BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.1, n.3, set/dez de 2020.
ISSN: 2675-7389

É uma publicação do grupo de pesquisa em **Financeirização e Desenvolvimento** que reúne reflexões acerca dos impactos sociais e econômicos no Brasil da **Pandemia do Covid-19 e implicações futuras**. As análises são apresentadas em formato de artigos e conta com a colaboração de economistas e cientistas políticos.



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

SOBRE O FINDE:

O grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE), sediado na Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), em Niterói, congrega pesquisadores e alunos de pós-graduação da UFF e de outras instituições, interessados em discutir questões acadêmicas relacionadas ao avanço do processo de financeirização e seus impactos sobre o desenvolvimento socioeconômico das economias modernas.

O propósito do grupo é produzir estudos sobre como o avanço da financeirização tem transformado o ambiente macroeconômico condicionando decisões econômicas de famílias, firmas e governos, com desdobramentos sobre a dinâmica das economias no curto e no longo prazo.

A pauta de pesquisa é extensa e abarca temas da microeconomia – tomada de decisão dos agentes; funcionamento de mercados específicos; incentivos aos processos de inovação e desenvolvimento tecnológico – da macroeconomia – instabilidade financeira sistêmica; regulação do sistema financeiro; autonomia e eficácia de política econômica; assimetrias internacionais – e da interação entre estas duas dimensões analíticas.

COORDENAÇÃO DO GRUPO:

Carmem Feijó - Professora Titular de Economia (UFF)

VICE-COORDENAÇÃO:

Adriano Sampaio - Professor de Economia (UFF)

ENDEREÇO:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n, Niterói
– Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar

CONSELHO EDITORIAL DO BOLETIM:

Carmem Feijó – Editora Chefe
Adriano Vilela Sampaio - Editor
Fernanda Feil - Editora

EDITORES ASSOCIADOS:

Eduardo Mantoan, **Linnit Pessoa** e **Vinicius Centeno**

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Adriano Vilela Sampaio
adrianovs@id.uff.br

Barbara Fritz
bfritz@zedat.fu-berlin.de

Carmem Feijó
cbfeijo@gmail.com

Carlos Henrique Horn
chvhorn@gmail.com

Daniela Prates
prates@unicamp.br

Eduardo Mantoan
eduardo.mantoan@hotmail.com

Eliane Araújo
elianedearaujo@gmail.com

Elisangela Araújo
elisangela15.araujo@gmail.com

Fernanda Feil
nandafeil@yahoo.com

Fernando Ferrari Filho
ferrari@ufrgs.br

Fernando Teixeira
fernando_tx@yahoo.com.br

Julia Bustamante
jubustamantes@gmail.com

Julia Leal
juliaa.leal@hotmail.com

Linnit Pessoa
linnitpessoa@gmail.com

Luciano D'Agostini
lucianodagostini@yahoo.com.br

Luiz Fernando de Paula
luizfpaula@terra.com.br

Marco Aurélio Crocco
crocco@cedeplar.ufmg.br

Mariana Finello Correa
finello.mari@gmail.com

Thiago Antonioli
thiagomantonioli@hotmail.com

Paulo Gonzaga M. Carvalho
pgmcarvalho@openlink.com.br

Vinicius Centeno
viniccenteno@gmail.com

MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: findeuff@gmail.com

Site: www.finde.uff.br

Facebook: [findeuff](https://www.facebook.com/findeuff)

Instagram: [findeuff](https://www.instagram.com/findeuff)

Twitter: [findeuff](https://twitter.com/findeuff)

Youtube: [/Financeirização Desenvolvimento](https://www.youtube.com/FinanceirizaçãoDesenvolvimento)