



## Nem saúde, nem economia e ainda sem luz no horizonte



### AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio - André de Melo Modenesi - Carmem Feijó - Carlos Henrique Horn

Daniel Consul de Antoni - David Deccache - Fernanda Faria Silva - José Luis Oreiro

Juliana Lima de Deus - Júlia Leal - Luciano D'Agostini - Luiz Fernando de Paula

Marco Aurélio Crocco - Mariana Finello Corrêa - Mauricio A. Weiss

Nikolas Passos - Paulo Gonzaga Carvalho - Paulo Van Noije



## ÍNDICE

Apresentação	1
Carmem Feijo e Adriano Vilela Sampaio	
Alta de juros, uma boa ideia?	3
Luiz Fernando de Paula e José Luis Oreiro	
A Depressão Econômica Brasileira e a Política Fiscal: uma análise crítica da PEC / EC Emergencial	7
Luiz Manarin D'Agostini e David Deccache	
A dinâmica internacional da financeirização brasileira e seu impacto sobre a vulnerabilidade externa	
Mariana Finello Correa e Carmem Feijo	18
Os impactos da crise da Covid-19 no mercado cambial dos países emergentes	
Adriano Vilela Sampaio, Mauricio Andrade Weiss e Paulo Van Noije	25
Reservas internacionais e taxa de câmbio em meio à crise sanitária da covid-19 no Brasil: Seguro, proteção e volatilidade	35
Daniel Consul de Antoni	
Bancos públicos e política monetária: teoria e alguns resultados	43
André de Melo Modenesi e Nikolas Passos	
Convenção para o desenvolvimento sustentável: Uma reflexão	49
Carmem Feijó, Marco Crocco, Carlos Henrique Horn e Fernanda Feil	
Transição verde em países emergentes: a emissão de green bonds pelo Brasil e China	54
Juliana Lima de Deus, Marco Crocco e Fernanda Faria Silva	
Possíveis limitações da teoria monetária moderna (MMT) para os países em desenvolvimento	
Júlia Leal	63
Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável no Brasil – rumo ao fracasso?	70
Paulo Gonzaga M. de Carvalho	



## 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

### ÍNDICE

Não aprendemos nada!

Em um país em que a ciência e a educação (e a própria democracia) vêm sofrendo ataques, não surpreende que tenhamos chegado a março de 2021, um ano após o início da pandemia da Covid-19, com um quadro sanitário e econômico ainda pior que o do ano passado. Enquanto a recuperação econômica e o combate à pandemia só existem na propaganda oficial, a falsa escolha entre saúde e economia gerou mais recessão e desemprego, aumento da desigualdade e centenas de milhares de mortes que poderiam ter sido evitadas caso medidas econômicas e sanitárias adequadas tivessem sido implementadas.

Se não somos capazes de aprender com as oportunidades que a crise da Covid-19 nos abre, ficamos reféns de dogmas ultrapassados que levam à repetição de velhos erros que, em um contexto tão adverso, trazem um custo humanitário e econômico que ameaçam o próprio tecido social. Em termos de negacionismo, a política econômica ultraliberal desconstruindo o Estado não ficou muito atrás de outras áreas do atual governo.

O quarto boletim do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde) – “Nem saúde, nem economia e ainda sem luz no horizonte” - busca apontar alguns desses erros e dogmas. Os artigos de conjuntura tratam da mais recente (março/2021) elevação dos juros e da aprovação da PEC emergencial. A partir de uma perspectiva crítica, mostram que o desmonte do estado e as políticas de austeridade seguem a pleno vapor. A questão externa aparece em artigos que abordam a relação da vulnerabilidade externa com a financeirização e os impactos da pandemia sobre o setor externo de países emergentes em geral e do Brasil em particular.

Os bancos públicos aparecem em dois artigos. No primeiro, busca-se refutar um dos argumentos mais repetidos (e tomado como fato) sobre o BNDES, qual seja, o de que suas políticas tiram a eficácia da política monetária em regimes de metas de inflação. No outro, é mostrado sua importância para políticas de transição verde, que, por sua vez, devem necessariamente envolver diferentes entes estatais e ser coordenada pelo Estado. Ainda no tema da transição verde, mais especificamente o *green finance*, há um artigo



## 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

### ÍNDICE

sobre as estratégias de Brasil e China e o papel que os *green bonds* podem ter nesse processo.

Em se tratando do papel do Estado no desenvolvimento, há um artigo, a partir de uma leitura crítica da MMT, sobre como particularidades dos países emergentes constroem a capacidade destes em financiar seus gastos. Finalmente, em uma perspectiva de mais longo prazo, é feita uma discussão sobre as limitações e problemas de diferentes naturezas dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).



## ALTA DE JUROS, UMA BOA IDEIA?

Luiz Fernando de Paula  
Professor do Instituto de Economia da UFRJ, coordenador do Grupo de Economia e Política do IESP/UERJ e Pesquisador associado do FINDE.  
José Luis Oreiro  
Professor do Departamento de Economia da UnB e líder do grupo de pesquisa Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento.

### ÍNDICE

A decisão do COPOM de elevar em 17/03/2021 a taxa Selic em 75 pontos, de 2,00% a.a. para 2,75% a.a., a primeira alta em 6 anos, sinalizando que a taxa pode ir a 3,5% a.a. na próxima reunião e possivelmente a 4,5 e 5,0% até final do ano, levanta a discussão a respeito da pertinência e das consequências da mudança na condução da política monetária.

Aqueles que defendem tal elevação sustentam que tal medida se justifica em função da alta no IPCA, alcançando uma taxa anual acumulada de 5,2% em fevereiro deste ano, possivelmente mirando, dada a alta ociosidade da capacidade produtiva e do elevado desemprego, a reversão da desvalorização da moeda, uma vez que a alta inflacionária tem resultado da combinação entre elevação de preços de commodities e depreciação cambial, ou seja, um choque negativo tipicamente de custos.

Em termos técnicos, uma das justificativas para tal decisão é o assim-chamada “teorema da paridade descoberta da taxa de juros” que estabelece que os retornos de dois ativos substitutos perfeitos,

denominados em moedas diferentes, devem ser iguais. Deste modo, a taxa de juros doméstica deve ser igual à taxa de juros internacional somada da expectativa de desvalorização nominal da taxa de câmbio, somado ao risco-país. De fato, a desvalorização nominal da taxa de câmbio foi de 22,0% de fevereiro de 2020 a fevereiro de 2021, o que em tese justificaria a alta na taxa Selic.

Cabe destacar que a elevação da taxa Selic tem sido defendida não só por economistas ortodoxos, em especial aqueles ligados ao mercado financeiro, como também, por parte de alguns economistas heterodoxos.

Argumenta-se, por um lado, que o Banco Central teria ido longe demais no processo de redução dos juros em 2020, o que levou a um aumento da inclinação da curva de juros, ou seja, a uma elevação da taxa de juros de longo-prazo relativamente a de curto-prazo dado que o mercado, atento ao crescente desequilíbrio fiscal e aceleração recente da inflação, estaria precificando uma elevação futura da Selic.



Por outro lado, dado que a redução excessiva da Selic em 2020 teria levado a uma redução do diferencial de juros doméstica/externa um aumento na taxa Selic resultaria numa atração dos fluxos de capitais externos, buscando explorar as operações de “carry trade”, isto é, o diferencial de taxas de juros doméstico e internacional, contribuindo assim para atrair capitais externos e reverter assim a tendência de depreciação cambial.

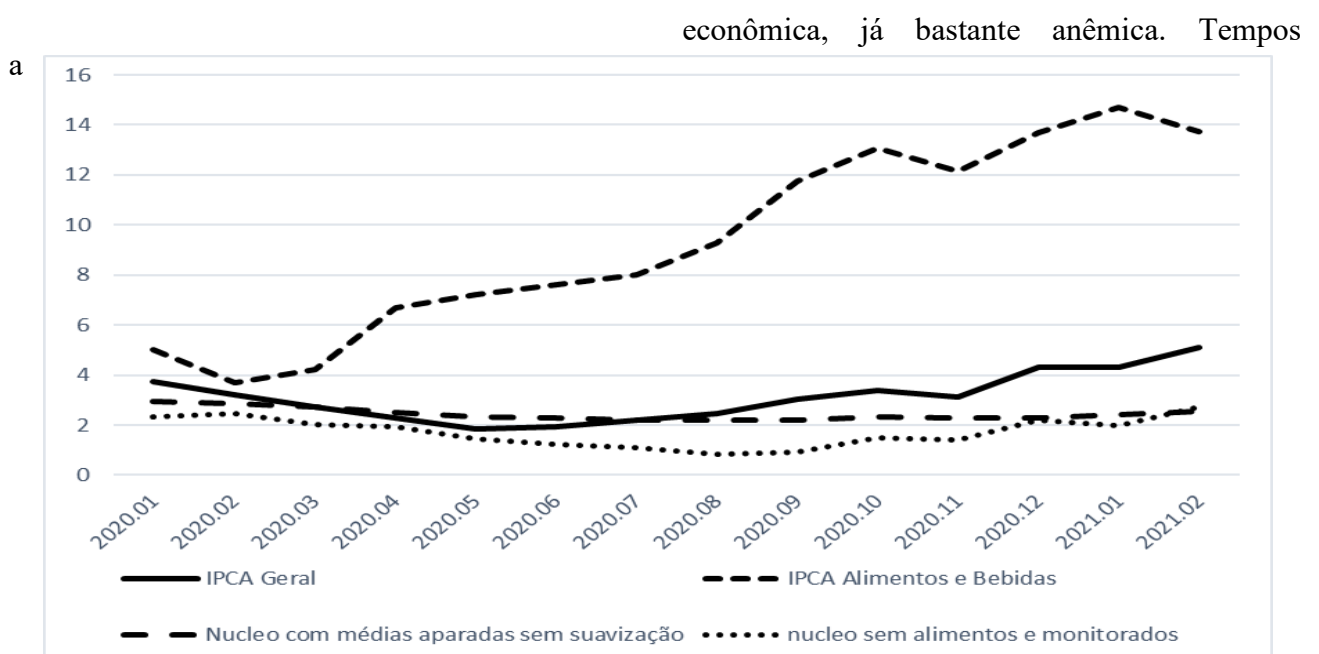
Analisemos esses argumentos.

Com relação ao teorema da paridade da taxa de juros parece haver um apagão com relação a algo óbvio: a desvalorização cambial resulta em grande medida da incerteza causada pelas enormes idiosincrasias do governo Bolsonaro, devido a um conjunto amplo de fatores que incluem a questão ambiental, a errática política externa, acordos comerciais malsucedidos e, por fim, mas não menos importante, uma gestão calamitosa de combate

pandemia, contribuindo sobremaneira para um adiamento da retomada cíclica de crescimento. Obviamente esses fatores acabam sendo incorporados ao prêmio de risco-país, gerando uma tendência de câmbio volátil e desvalorizado.

Quanta a alta recente do IPCA, cabe destacar que a elevação da média móvel dos últimos 12 meses do IPCA foi resultado principalmente da elevação extraordinária dos preços de alimentos e bebidas. Já as medidas de núcleo de inflação (aparadas sem suavização e excluindo alimentos e preços monitorados) mostram uma inflação bastante comportada e baixa, compatível com uma economia que opera com enorme capacidade ociosa, como pode ser visto no gráfico 1. Dados os efeitos secundários da recente aceleração inflacionária, uma opção para acomodar tais efeitos seria alongar o horizonte de convergência da inflação cheia, digamos para dois anos, evitando sacrificar excessivamente a atividade

Gráfico 1 – Evolução da Média Móvel nos Últimos 12 meses dos Índices de Inflação no Brasil



Fonte: IBGE



excepcionais requerem medidas excepcionais.

No que se refere a inclinação da curva de juros, avaliamos que não tem a ver com o desequilíbrio fiscal do Brasil – vários países no mundo adotaram políticas fiscais extremamente expansionistas para combater os efeitos da COVID-19 e as taxas de juros se mantiveram em patamares baixos. O

Banco Central do Brasil **a elevação na taxa Selic nas proporções** deveria ter feito, enquanto **que está sendo prevista neste ano terá** vigorava a EC do **um impacto bastante negativo sobre a** orçamento de guerra, o que **economia brasileira, sendo seus** outros congêneres fizeram **possíveis benefícios bastante duvidosos.** no mundo: usar os instrumentos dados pela EC para intervir na parte longa da curva de juros. Apesar de ter os instrumentos para tanto até 31/12/2020 o BCB não interviu sob o argumento de não produzir artificialismos na estrutura de juros da economia!

Com relação ao comportamento errático da taxa de câmbio, o Banco Central e o Ministério da Economia dispõem de outros instrumentos que não a taxa de juros para reverter a desvalorização da moeda brasileira. Dado que a taxa de câmbio no Brasil é formada principalmente no mercado de derivativos cambiais, que tem a característica de ser “não-entregável” (*non-deliverable*), ou seja, ganhos e perdas são liquidados em reais, regulamentações neste mercado poderiam ser introduzidos, como por exemplo no uso de IOF sobre posições longas, algo já utilizado no passado para controlar a taxa de câmbio.

As consequências de elevação na taxa Selic – especula-se que chegue a 4,5-5,0% neste ano – se farão sentir de várias maneiras, contribuindo para desacelerar ainda mais a

atividade econômica do país. Por um lado, resultará num aumento dos custos financeiros da dívida pública, o que irá colocar pressão para que o governo redobre os esforços de ajuste fiscal, segundo dados do Banco Central do Brasil sobre elasticidades da dívida líquida setor público (DLSP) e da dívida líquida do governo geral (DBGG) para janeiro de 2021 um

aumento de 1,5% na taxa Selic resulta num aumento de R\$ 49,5 bilhões na DSLP e de R\$ 47,7 bilhões na DBGG. De outro, levará a um processo de fragilização financeira das firmas brasileiras a la Minsky, em função do impacto da elevação nos juros sobre rolagem de dívidas vis-à-vis a capacidade de geração de fluxos de caixa em uma economia que já está debilitada. Conforme reportagem do Valor de 19/3/2021, prevê-se o fechamento entre 90 mil a 120 mil empresas neste ano.

Por todo exposto, a elevação na taxa Selic nas proporções que está sendo prevista neste ano terá um impacto bastante negativo sobre a economia brasileira, sendo seus possíveis benefícios bastante duvidosos. Dada a existência de uma enorme massa de recursos aplicados em operações financeiras de alta liquidez no Brasil, tal medida poderá sinalizar a volta ao rentismo no país, com todas as distorções que já conhecemos.

Concluindo, já é tempo de repensarmos o arcabouço de regime de metas de inflação no Brasil, como, por exemplo, efetuando uma mudança no horizonte da meta do ano calendário para 24 meses, de modo a permitir acomodar de forma mais suave os efeitos dos



choques de oferta sobre a inflação, uma proposta de defendemos mais de 10 anos atrás no livro “Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira” (FGV Editora, 2010).





## A DEPRESSÃO ECONÔMICA BRASILEIRA E A POLÍTICA FISCAL: UMA ANÁLISE CRÍTICA DA PEC / EC EMERGENCIAL

Luiz Manarin D'Agostini  
David Deccache

Professor do Instituto Federal do Paraná. E-mail: luciano.dagostini@ifpr.edu.br  
Doutorando em Economia (UnB), Mestre em Economia (UFF). É Professor Voluntário na Universidade de Brasília (UnB) e Assessor Econômico Legislativo na Câmara dos Deputados do Brasil. É membro da Associação Brasileira de Economistas pela Democracia, onde integra o grupo de Previdência Solidária. E-mail: david.deccache@gmail.com

### ÍNDICE

O Congresso Nacional promulgou, em 15 de março de 2021, a Proposta de Emenda à Constituição nº 186/2019, apelidada de “PEC Emergencial”, que origina a Emenda Constitucional nº109/2021. A matéria, apresentada publicamente, teria por objetivo viabilizar, financeiramente e legalmente, o pagamento de um novo auxílio emergencial à população vulnerável afetada pela pandemia. Contudo, como veremos no decorrer deste artigo, a PEC nada tem a ver com autorização, financiamento ou criação do auxílio emergencial, tratando-se, na verdade, da inserção de novas regras fiscais ao sobrecarregado e disfuncional arcabouço fiscal brasileiro.

Na primeira versão substitutiva, a PEC continha alterações constitucionais radicais que sofreram forte resistência de parte da sociedade e de um grupo relevante de parlamentares. Entre as modificações mais extremas constavam o fim dos pisos previstos na Constituição para Educação e Saúde; a eliminação dos repasses constitucionais ao BNDES e a subordinação explícita dos direitos

sociais estabelecidos no artigo 6º da Constituição Federal à austeridade fiscal, sob o signo do que a matéria definia como equilíbrio fiscal intergeracional.

Após forte mobilização de amplos segmentos sociais reverberada por parte dos parlamentares, o relator da matéria, Senador Marcio Bittar, suprimiu os retrocessos mais explícitos apontados, o que viabilizou o apoio legislativo necessário à aprovação acelerada da PEC na Câmara e no Senado. Contudo, uma série de regras fiscais contraproducentes do ponto de vista social e econômico permaneceram no texto e com a promulgação da matéria passa a somar e reforçar a disfuncional e precária estrutura fiscal brasileira. Na PEC nº 186 há a inserção de regras fiscais específicas à União e outras distintas para os entes subnacionais, que apesar de possuírem objetivo geral próximo apresentam mecanismos distintos para alcançá-lo, conforme detalharemos a seguir.

No caso da União, as regras inseridas impõem medidas de controle do crescimento das despesas obrigatórias no âmbito dos



orçamentos fiscal e da Seguridade Social da União. Especificamente, fica garantido que os gatilhos do teto de gastos (EC n° 95/2016), acrescidos de novas vedações, serão antecipados à Lei Orçamentária Anual (LOA) quando a razão da despesa obrigatória em relação à receita primária total for superior a 95%, aplicando-se a regra, individualmente, aos poderes e órgãos. Com isso teremos, basicamente, um sub-teto que autoriza medidas de austeridade mesmo que o teto maior esteja sendo cumprido. Dentre as medidas de austeridade acionadas para a União quando o gatilho for ativado, destacamos as seguintes vedações: (i) concessão, a qualquer título, de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração de órgãos, de servidores e empregados públicos e militares, exceto dos derivados de sentença judicial transitada em julgado ou de determinação legal anterior; (ii) admissão ou contratação de pessoal, ressalvadas as reposições de cargos de chefia e direção que não acarretem aumento de despesa e reposições decorrentes de vacâncias de cargos efetivos ou vitalícios; (iii) realização de concurso público, exceto para as reposições mencionadas acima; (iv) criação ou majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios de qualquer natureza para o conjunto de servidores da União; (v) criação de despesa obrigatória bem como a concessão ou ampliação de incentivo

ou benefício de natureza tributária.

Com essas novas regras, baseadas na criação de um sub-teto, salários congelam mesmo antes do teto ser rompido, quando as despesas obrigatórias da União superarem 95% do total. Isto acarretará, na prática, em congelamento de salários no serviço público federal a partir do momento em que o gatilho for ativado até 2036, onde a EC n° 95 (o teto de gastos) perder a validade (pode ser rediscutida). Para o caso específico da Defensoria Pública da União, os gatilhos já estão ativados, sendo o congelamento automático a partir do próximo ano (99,4%). Já o poder executivo atualmente apresenta índice de despesas primárias obrigatórias em relação às primárias totais de 92,4%; o judiciário e o legislativo, respectivamente e em média, 87,1% e 86%. No caso do executivo, é provável que os gatilhos sejam acionados a partir de 2023. Com o acionamento do gatilho, dificilmente o índice voltará a cair, já que a tendência é de crescimento do numerador (obrigatórias) puxado, principalmente, pelas despesas previdenciárias, ao passo que o denominador (despesas primárias totais) está congelado em termos reais pelo teto de gastos.

Toda esta engenharia disfuncional vem da preocupação, antes de tudo ideológica, da manutenção e sustentabilidade do Teto dos Gastos, que já se demonstrou economicamente, socialmente, legalmente e,



até mesmo, matematicamente insustentável.

Em relação aos entes subnacionais, Estados e Municípios, a regra de gatilhos é distinta da estabelecida para a União, na forma e prazo. Enquanto a regra à União é válida até 2036, para os entes, trata-se de alteração constitucional permanente, onde os limites incluem variáveis distintas. E as regras para Estados e Municípios criam gatilhos de cortes de despesa que serão acionados quando as despesas atingirem 95% das receitas, ambos correntes. A Tabela 1, mostra a razão despesa/receita atual dos Estados subnacionais e das capitais.

Muitos Estados e Municípios atingiram 95% e muitos outros atingirão em breve, uma vez que na depressão econômica que o país vive, a tendência estrutural é de significativa

queda de arrecadação frente à necessidade de manutenção ou mesmo ampliação de despesas. Ainda em relação aos entes subnacionais, é facultativo o acionamento dos gatilhos se a despesa superar 85% da receita, ambos correntes, o que torna mais amplo o alcance do arrocho fiscal para o serviço público em todas as esferas.

As vedações para os entes subnacionais, quando acionados os gatilhos, são semelhantes às que descrevemos à União e incluem: (i) proibição de concessão de reajustes ou aumento de remuneração; (ii) constrangimentos à realização de concursos públicos; (iii) vedação de criação ou expansão de programas e linhas de financiamento, bem como remissão, renegociação ou refinanciamento de dívidas que impliquem

**Tabela 1: Razão Despesa/Receita corrente, (D/R), Estados e Municípios, 2020**

Capitais	D/R	Capitais	D/R	Estado	D/R	Estado	D/R
Palmas-TO	81,60%	Goiânia-GO	92,90%	AP	80,10%	BA	95,40%
Rio Branco-AC	85,20%	Salvador-BA	93,10%	ES	84,00%	PE	95,60%
Vitória-ES	86,80%	João Pessoa-PB	93,40%	RR	84,50%	SC	95,60%
Aracaju-SE	88,50%	Macapá-AP	93,50%	RO	87,80%	TO	95,90%
Porto Alegre-RS	88,60%	Cuiabá-MT	94%	AL	89,50%	RN	96,30%
Curitiba-PR	89,50%	Belo Horizonte-MG	94,40%	PA	91,10%	DF	96,50%
Porto Velho-RO	90,50%	Recife-PE	94,50%	CE	91,70%	MS	96,80%
Manau -AM	90,60%	Fortalea-CE	96,40%	AM	92,00%	MA	97,00%
São Luís-MA	90,90%	Boa Vista-RR	98,50%	PB	92,00%	PI	97,90%
Florianópolis-SC	91,50%	Maceió-AL	98,80%	AC	93,00%	GO	98,10%
Belém-PA	91,60%	Campo Grande-MS	99,30%	PR	93,20%	SE	98,40%
São Paulo-SP	92,70%	Rio de Janeiro-RJ	100,00%	SP	93,90%	RJ	99,60%
Teresina-PI	92,70%	Natal-RN	101,00%	MT	94,50%	RS	103,50%
						MG	105,20%

Fonte: Tesouro Nacional



ampliação das despesas com subsídios e subvenções. Caso os municípios e estados não cumpram essas determinações quando acionados os gatilhos, ficarão impedidos de receberem a concessão, por qualquer outro ente da Federação, de garantias ao passo que ficará obstruída a tomada de operação de crédito com outro ente da Federação.

O resultado esperado das alterações mencionadas é o subfinanciamento permanente de políticas públicas; a precarização da carreira dos servidores (seja via queda de salários, seja pela sobrecarga laboral decorrente do impedimentos de realização de concursos) e, por fim, tudo isso implicará na precarização da prestação de serviços essenciais à população (D'Agostini, 2020a).

A PEC n° 186 possui outros pontos críticos, como a desvinculação de recursos para diversos fundos como Fundo Nacional de Cultura, do Meio Ambiente e Social. Fora isso, prevê a criação de Lei Complementar sobre a “sustentabilidade da dívida”, estabelecendo parâmetros disfuncionais e descolados do debate macroeconômico mundial que está sendo travado no âmbito do próprio *mainstream* (Krugman, 2010). Entre os parâmetros que estarão contidos na lei prevista, destacamos o estabelecimento de planejamento de alienação de ativos (“privatizações”) com vistas à redução do montante da dívida, o que assenta mais um

mecanismo que busca legitimar, constitucionalmente, a privatização do conjunto de riquezas públicas, justamente em um contexto internacional em que vários países estão revendo as privatizações feitas nos anos 1980/1990 e ampliando o debate sobre a maior participação do Estado na economia.

Sobre as previsões de dispositivos que constarão na Lei Complementar mencionada, tratam-se de mecanismos teoricamente pouco fundamentados e contraproducentes: por um lado, não existe consenso sobre metodologias de cálculo para definição de limites máximos do montante da dívida pública (como proporção do PIB) de Estados Soberanos que emitem dívida denominada na sua própria moeda. Segundo Oreiro e Deccache (2021), *“a venda de ativos cuja taxa de retorno sobre o capital próprio seja superior a taxa implícita de juros da dívida pública é um puro non-sense do ponto de vista econômico-financeiro, pois irá aumentar, ao invés de reduzir, o déficit nominal do setor público, dado que as Estatais não-dependentes do Tesouro pagam a União um fluxo expressivo de lucros e dividendos o que ajuda na redução do déficit primário”*.

Por fim, mas não menos importante, destacamos que a PEC n°186, apesar da narrativa oficial do governo e da grande imprensa, não era necessária para o financiamento, autorização ou criação do auxílio emergencial. Aliás, o que a PEC n°186 fez de fato em relação ao auxílio emergencial



foi impor um teto extremamente baixo, de R\$ 44 bilhões, desta transferência via crédito extraordinário. Comparado a 2020, quando o auxílio emergencial foi da ordem de R\$ 300 bilhões, trata-se de um cavalo de pau na política fiscal. No que tange à autorização, criação e financiamento do auxílio, ambas as etapas serão viabilizadas por Medidas Provisórias que conterão, além das descrições operacionais e normativas do auxílio, crédito extraordinário destinado ao seu financiamento. Finalmente, por definição constante na própria EC n°95, do teto de gastos, créditos extraordinários não ficam submetidos ao limite do teto e o espaço necessário em relação ao resultado primário seria obtido por simples revisão de meta, como vem ocorrendo, ano após ano, desde 2015. Portanto, não era necessária nenhuma PEC para o auxílio emergencial ser concedido, o que revela que a opção pelas mudanças constitucionais se caracterizam como pura chantagem.

Toda esta disfuncionalidade criada pela PEC n° 186 parte do pressuposto equivocado de que o problema da economia brasileira é, puramente, fiscal. Parlamentares da Câmara dos Deputados e do Senado Federal, que votaram a favor da PEC Emergencial, gerando a EC n°109, assim como outras leis, deveriam estar cientes que: (i) a crise do desenvolvimento econômico do país é um problema de natureza estrutural, que se arrasta por séculos; (ii) não existe um bom

plano nacional estratégico de desenvolvimento econômico, para melhorar as condições de vida e sociais da população, esta que assola-se na pobreza e miséria; (iii) a crise do desenvolvimento econômico secular do Brasil foi agravada em 2020 pelo início da pandemia do COVID-19, pelas diversas omissões e irresponsabilidades de parte significativa dos representantes da nação, o Congresso e Senado, que ajudam, através do voto, a conduzir o Estado; (iv) na área da saúde, foram tomadas medidas restritivas pífias para combater a pandemia e que haverá demora acima do previsto para que a vacinação em massa ocorra; (v) houve desastrosas condutas e coordenações de políticas econômicas, tanto do governo Temer, quando no governo de Jair Bolsonaro; (vi) a decisão errada de aprovar uma PEC qualquer, pode contribuir significativamente para manter ou piorar as condições econômicas e de desenvolvimento da nação.

À nossa visão, o implemento de EC n° 95/2016, que são os clausulados do Teto dos Gastos, e a EC n° 109/2021, que são clausulados da PEC Emergencial, são uma parte negativa chocante da política fiscal brasileira, dado o arcabouço macroeconômico teórico obsoleto, de décadas atrás, que está por trás das narrativas do governo para que tais implementos na Constituição ocorressem. Esta responsabilidade que emana do próprio Estado e seu papel como interventor, e de seus



governantes que assim o fizeram, cometem de forma sistemática, erros estratégicos de desenvolvimento econômico, pelas políticas econômicas como aqui descrevemos.

Ao observar a evolução do produto pela ótica da demanda, sabe-se que o Brasil é uma economia onde a absorção interna - que é a soma do setor privado, constituído pelo consumo das famílias e empresas (que formam o capital fixo bruto e variam os estoques), e consumo do governo - representa quase a totalidade na partipação do PIB. Em números, ao final de 2020, ao decompor o PIB pelas suas parciais, o consumo das famílias representou 64,9% do PIB, a formação bruta de capital fixo e variação de estoques, 16,4%, o consumo do governo, 18,7%, e comércio internacional de bens e serviços, próximo a 0% do PIB. Ainda, de fato, o grau de participação no comércio internacional é baixo comparada a outros países, por conta das exportações concentrar produtos de baixa intensidade tecnológica (*low tech*), basicamente *commodities* agrícolas e minerais.

Sabe-se ainda que existe uma combinação perversa da maior queda da taxa de crescimento acumulada do PIB (2015-2020), com manutenção e posterior crescimento da taxa de desemprego/desocupação, quando comparamos com as diversas crises que o país enfrentou nos últimos 120 anos de história

econômica, o que podemos chamar, na nossa visão, da Grande Depressão Econômica Brasileira. A figura 1, mostra as maiores contrações acumuladas do PIB desde 1900 e a figura 2, focada na Grande Depressão Econômica Brasileira<sup>1</sup>, mostra as condições negativas extremas do mercado de trabalho, e que deve piorar nos próximos trimestres.

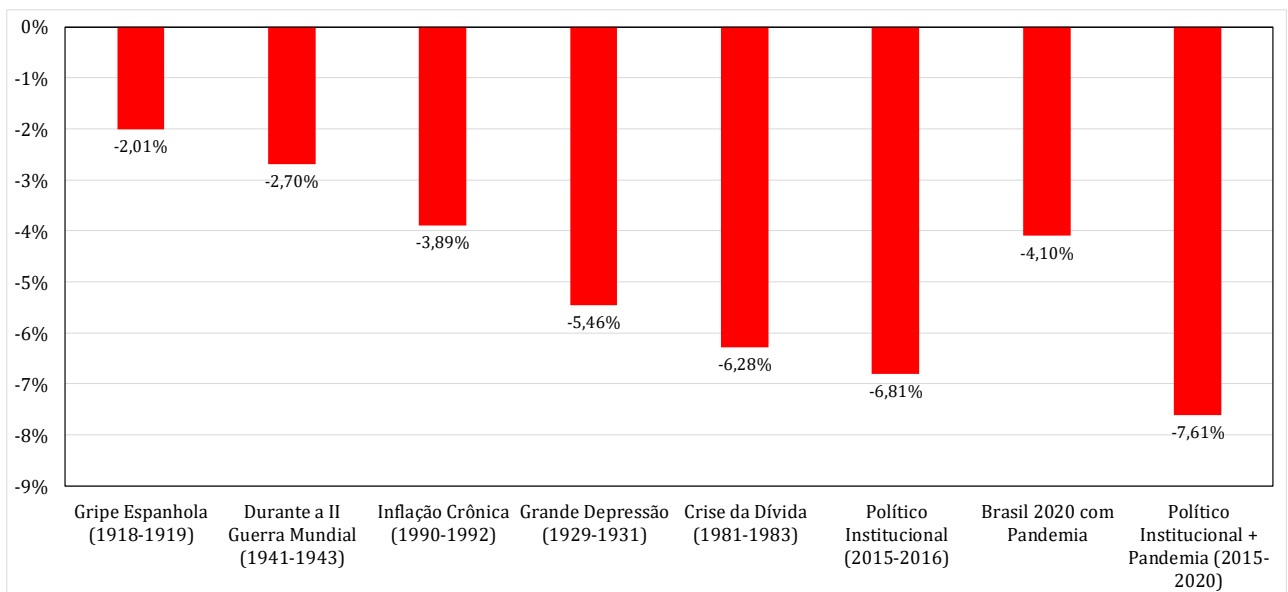
Dada a decomposição do PIB, a combinação da contração do produto e a altíssima taxa composta de subutilização do mercado de trabalho, e a pequena participação do Brasil no comércio internacional, a narrativa falsa do governo é que o setor privado, após todas as reformas, será capaz de viabilizar a retomada do crescimento e desenvolvimento econômico, porque a diminuição do papel do Estado na economia contribuirá para que isto ocorra.

O aspecto teórico geralmente utilizado para sustentar esta narrativa é a tese da “contração fiscal expansionista” desenvolvida inicialmente por Alesina-Perotti (1995). De forma geral, a tese da contração fiscal, ao elevar a confiança dos agentes na solvência do país, possibilita a redução das taxas de juros. Isto estimularia, portanto, o consumo e o investimento privado, de modo que políticas econômicas de redução dos gastos públicos fossem mais do que compensadas pelo impacto positivo na demanda privada, sendo

1. Observa-se também o maior hiato do produto de todos os tempos, onde ao final de 2020, o produto efetivo encontra-se em torno de quase 6% abaixo do produto potencial, este que também caiu no período 2015-2020. Ver Andrade et al (2020, 2021).

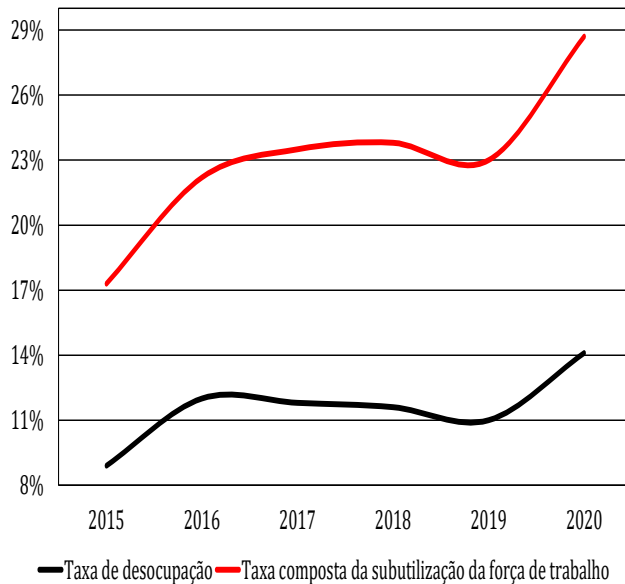


**Figura 1: Maiores contrações acumuladas do PIB do Brasil, 19**



Fonte: IBGE e D'Agostini (2020a), adaptado

**Figura 2: Taxa de desocupação e taxa de subutilização composta da força de trabalho<sup>2</sup>, 2015-2020, em %.**



Fonte: IBGE - PNAD contínua trimestral

então acompanhadas de crescimento econômico. Há mais de uma década essa hipótese é contestada no âmbito do próprio

*mainstream* (Krugman, 2010), tanto do ponto de vista teórico quanto à luz dos resultados empíricos. Os economistas do FMI, Ostry, Loungani e Furceri (2016) argumentam que os benefícios da austeridade em termos de crescimento não são comprovados, ao passo que os custos do aumento da desigualdade social são indiscutíveis, o que acaba por prejudicar, estruturalmente, a própria sustentabilidade do crescimento (Ball *et al*, 2013). Furman-Summers (2020), questionam a métrica convencional que relaciona a sustentabilidade fiscal à relação entre dívida e PIB.

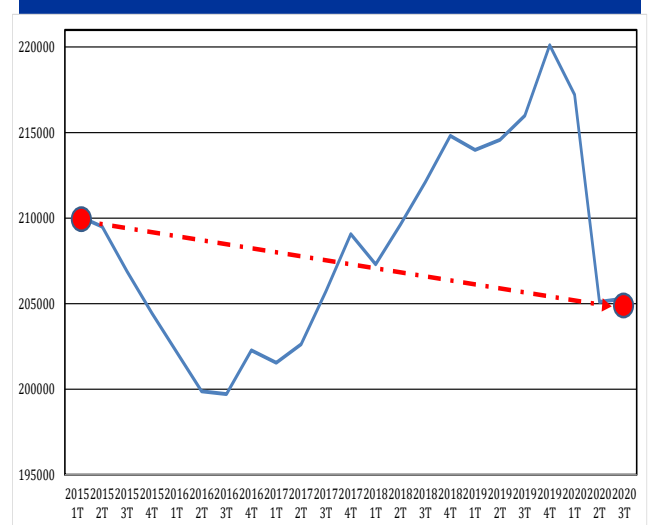
Muito bem, na Depressão Econômica Brasileira, é possível constatar que a lógica do discurso do governo não tem sentido matemático, a não ser a propagação do caos

2. A taxa composta inclui a taxa de desocupação, a taxa de subocupação por insuficiência de horas e a taxa da força de trabalho potencial, pessoas que não estão em busca de emprego, mas que estariam disponíveis para trabalhar.



social e a continuidade do ciclo depressivo. Vejamos o setor privado, o estado dramático das famílias e empresas. Ao abrir as séries de endividamento e comprometimentos da renda das famílias com o Sistema Financeiro Nacional (SFN) e a massa de rendimento real de todos os trabalhos, conforme as Figuras 3 e 4, verifica-se que: (i) 56% da renda acumulada nos últimos 12 meses pelas famílias está comprometida para pagamentos de endividamentos contraídos em períodos passados junto ao SFN, sendo que 34% da renda acumulada está comprometida com financiamentos habitacionais de longo prazo, e ainda que estas séries tenham tendência de aumentar suas participações na renda das famílias nos próximos meses; (ii) a massa salarial real dos trabalhos habituais está aproximadamente 3% menor que em 2015, e com tendência de queda em 2021.

**Figura 4: Massa de rendimento real de todos os trabalhos habituais com rendimento de trabalho (mil de R\$)**

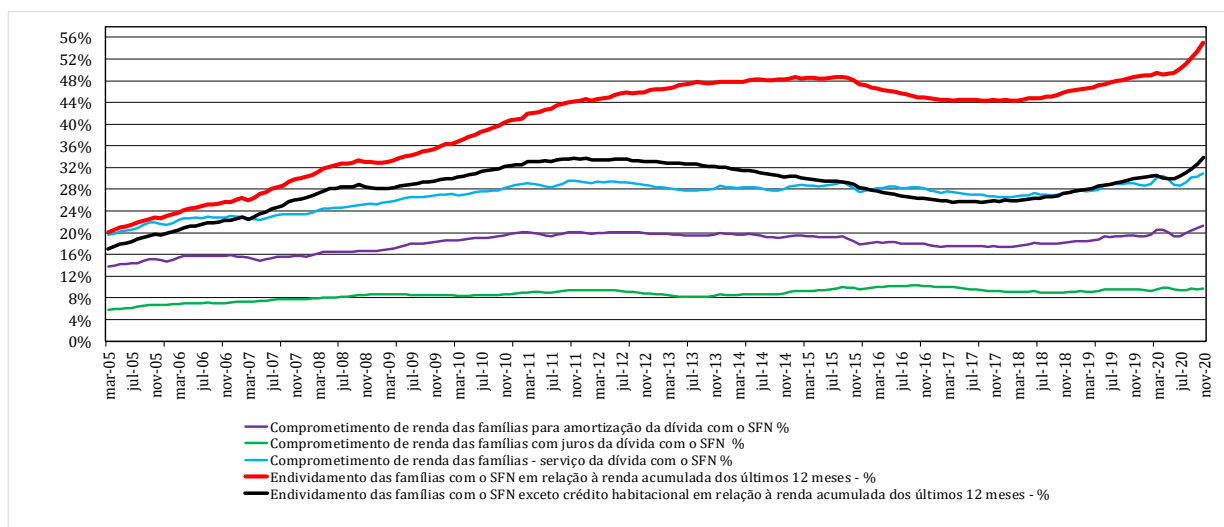


Fonte: IBGE - PNAD contínua trimestral

Sobre a razão da formação bruta de capital fixo com respeito ao PIB observa-se de 2017 em diante, na Figura 5, os menores níveis históricos desde 1996.

E ainda, comparado ao estudo de

**Figura 3: Endividamento e Comprometimento da Renda das Famílias com o SFN, 2005 a 2020**

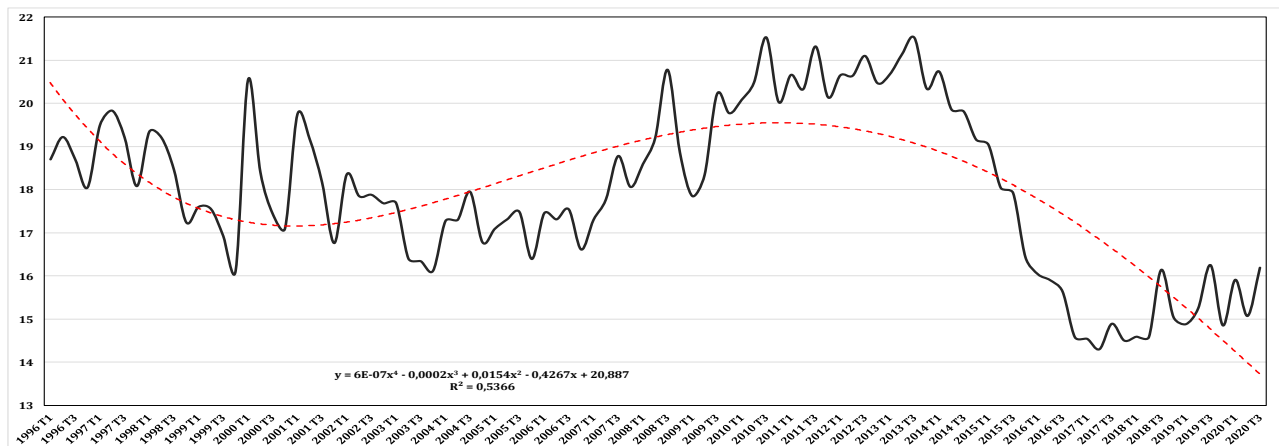


Fonte: Banco Central do Brasil





Figura 5: Taxa de investimento nominal como proporção do PIB 1996-2020, (% PIB)



Fonte: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Balassiano-Trece (2019, gráfico 1), que apresentam a série mais longa, desde 1900 podemos dizer que os resultados recentes estão no nível mais baixo desde as décadas de 1940 e 1950. Então, os *drivers* de crescimento do produto pela demanda do setor privado estão comprometidos. Sobraria então o governo para realizar intervenções econômicas anti-cíclicas.

Porém, a EC do Teto dos Gastos (2016) e a EC Emergencial (2021), colocam uma pá de cal sobre a possibilidade de qualquer retomada do crescimento e desenvolvimento econômico pelo importante papel que o Estado tem na economia, principalmente em períodos depressivos e/ou longos ciclos acumulados de crescimento pífio, em que o Brasil se encontra.

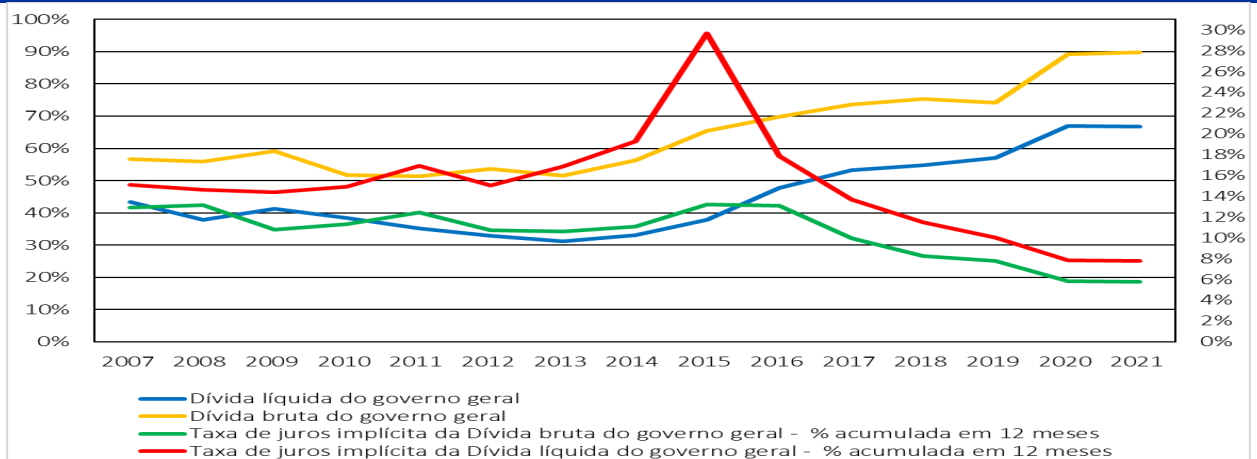
Dado que investimentos públicos não estão contemplados nas novas regras fiscais, e que basicamente são regras de orçamentos de folha de pagamento de recursos humanos, e

ainda com o arcabouço teórico montado numa narrativa de sete teses equivocadas (D'Agostini, 2020a) e algumas obsoletas, uma EC Emergencial anticíclica, muito diferente do que foi aprovada em março de 2021, juntamente com extinção do Teto dos Gastos poderia ser a solução. Interessante observar uma das teses equivocadas do governo, o comportamento da dívida pública sobre o PIB versus taxas de juros, onde se a dívida pública subir, o juros também tem que subir, porque dívida aumenta risco e inflação (SPE, 2020). Vejamos a relação da taxa de juros implícita no período 2015-2021 e a dívida/PIB na Figura 6.

Após 2016, a taxa de juros implícita caiu, tanto para a dívida líquida e para a dívida bruta, enquanto a dívida sobre o PIB subiu. Mas o que importa, segundo Furmam-Summers (2020) é o fluxo anual de pagamento de serviços da dívida como proporção do PIB,



Figura 6: Dívida Líquida e Bruta como proporção do PIB e Taxa de Juros Implícita, 2007-2021



Fonte: Banco Central do Brasil

sendo que a expansão fiscal pode financiar a si mesma (D'Avila, 2020) pelo multiplicador da renda, por exemplo, por transferências do governo (p.e. auxílio emergencial, subsídios, ...) e investimentos públicos. Portanto não há problema, por exemplo, se a dívida bruta brasileira alcançar mais de (...) a dupla Teto dos Gastos e a 100% do PIB porque está denominada em reais. De tudo, a dupla Teto dos Gastos e a Emergencial, mantém o curto ciclo da Depressão Econômica do Estado na economia, e perpetua o circuito da paralisação do papel do Estado na economia, e perpetua o ciclo da Depressão Econômica Brasileira.

### Referências bibliográficas

Alesina, A; Perotti, R. 1995. Fiscal expansions and adjustments in OECD countries. Economic policy, Oxford University Press Oxford, UK, v. 10, n. 21, p. 205-248, 1995. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1344590>

Andrade, E.; Considera, C.; Trece, J. 2020. O maior hiato de todos os tempos. Blog do IBRE. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-maior-hiato-de-todos-os-tempos#:~:text=O%20hiato%20do%20produto%20>

[C3%A9,o%20que%20foi%20efetivamente%20alcan%C3%A7ado.](#)

Andrade, E.; Considera, C.; Trece, J. 2021. Três hiatos do produto versus o hiato do BCB. Blog do IBRE. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/tres-hiatis-do-produto-versus-o-hiato-do-bcb>

Balassiano, M. Trece, J. 2019. Taxa de investimentos no Brasil: Menor nível dos últimos 50 anos. Blog do IBRE. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/taxa-de-investimentos-no-brasil-menor-nivel-dos-ultimos-50-anos>

Ball, L. M. [et al.]. The Distributional Effects of Fiscal Consolidation. Working Paper No. 13/151, FMI, junho 2013. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Distributional-Effects-of-Fiscal-Consolidation-40699>.

D'Agostini, L. L. M. 2020b. "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). Perspectivas econômicas pós-pandemia. Boletim Finde, julho, nº 02, p.72. Universidade Federal Fluminense. Disponível em: <http://finde.uff.br/boletim-n-2/>

D'Agostini, L. L. M. 2020a. Pandemia do COVID-19 e a urgência da extinção do Teto dos Gastos. A Economia em Revista – AERE, v. 28, ed. 2, 19p. Disponível em: <http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/EconRev/article/view/56954>

D'Avila, M. 2020. Crescimento pode financiar expansão fiscal. Valor Econômico, 31 de agosto de 2020.



Disponível em: <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/08/31/crescimento-pode-financiar-expansao-fiscal-diz-estudo.ghtml>

Furman, J.; Summers, L. 2020. A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates. Discussion Draft. Disponível em: <https://www.piie.com/system/files/documents/furman-summers2020-12-01paper.pdf>

Herdon, T; Ash, M; Pollin, R. Does High Public Debt Consistently Stie Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff. Working Paper Series/Political Economy Research Institute/University of Massachussets-Amherst, n. 322, Apr. 2013. Disponível em: <https://academic.oup.com/cje/article-abstract/38/2/257/1714018?redirectedFrom=fulltext>

Krugman, P. Myths of austerity. The New York Times, v.1, n.7, p.10, 2 de julho de 2010. Disponível em: <https://www.economics.utoronto.ca/gindart/2010-07-02%20-%20Myths%20of%20austerity.pdf>

Oreiro, J.L.; Decacche, D. 2021.O Cavalo de Tróia da PEC 186 ou como o governo quer aproveitar uma crise humanitária para aprovar seu projeto de desmonte do Estado do Bem-Estar Social. Blog do economista José Luis Oreiro, 24 de fevereiro de 2021. Disponível em: <https://ilcoreiro.wordpress.com/2021/02/24/>

Ostry, J.D.; Loungani, P., Furceri, D. 2016. Neoliberalism: Oversold? Finance & Developement, June 2016, Vol. 53, n°.2. IMF. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/06/ostry.htm>

Secretaria de Política Econômica do Ministério da Economia. Em Defesa do Teto de Gastos. Nota informativa publicado em 01/09/2020. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/notas-informativas/2020/ni-em-defesa-do-teto-de-gastos.pdf/view>

Senado Federal. 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](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc95.htm)

Senado Federal. 2020. Emenda à Constituição n° 106. Institui regime extraordinário fiscal, financeiro e de contratações para enfrentamento de calamidade pública nacional decorrente de pandemia. Diário Oficial da União, 08/05/2020. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Constituicao/Emendas/Emc/emc106.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Constituicao/Emendas/Emc/emc106.htm)

Senado Federal. 2020. Emenda à Constituição n° 109. Institui regras transitórias sobre redução de benefícios tributários; desvincula parcialmente o superávit financeiro de fundos públicos; e suspende condicionalidades para realização de despesas com concessão de auxílio emergencial residual para

enfrentar as consequências sociais e econômicas da pandemia da Covid-19. Diário Oficial da União, 16/03/2021, p.4, col.1) .Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/norma/33324315/publicacao/33324389>

Senado Federal. 2020. Proposta de Emenda à Constituição n° 186, de 2019. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/139702>



## A DINÂMICA INTERNACIONAL DA FINANCEIRIZAÇÃO BRASILEIRA E SEU IMPACTO SOBRE A VULNERABILIDADE EXTERNA <sup>1</sup>

Mariana Finello Corrêa  
Doutora em economia pelo UFF e pesquisadora do FINDE/UFF  
Carmem Feijó  
Professora UFF, Coordenadora do Finde e pesquisadora CNPq

### ÍNDICE

A financeirização na periferia do capitalismo foi descrita por Becker *et al.* (2010: 229) como tendo uma *dinâmica extrovertida*, dado que esse processo é dependente dos fluxos de entrada de capitais de curto prazo. Assim, a *dinâmica internacional* da financeirização é essencial para a compreensão da financeirização na periferia (Bortz e Kaltenbrunner, 2018). Essa dinâmica envolve três aspectos: a) um aspecto quantitativo (aumento do fluxo de capitais), b) um aspecto qualitativo referente as alterações nos fluxos internacionais em direção às economias periféricas resultante das transformações na relação entre os não residentes e residentes com o mercado financeiro periférico e global e c) um aspecto estrutural, devido à posição dessas economias no sistema monetário-financeiro internacional (SMFI) (Bortz e Kaltenbrunner, 2018: 376). Esse último é um componente estrutural da dinâmica do fluxo de

capital para a periferia (Prates, 2002).

No caso brasileiro, a partir da década de 1990, foram implementadas medidas que aprofundaram a abertura financeira (Biancarelli, 2010), o que criou o ambiente propício para o aumento da importância da dinâmica internacional no nosso processo de financeirização que já estava em curso desde a década de 1980 (Bruno e Caffé, 2015)<sup>2</sup>.

Segundo dados do Banco Central brasileiro (2020) ocorreu um aumento dos fluxos de capital brutos em direção à economia brasileira, com destaque para as rubricas de investimentos diretos estrangeiros (IDE)<sup>3</sup> e investimento em carteira estrangeiro (ICE): entre 1996 e 2018 as taxas de variação média anual do ingresso (bruto) dessas rubricas foram, respectivamente, 8,6% e 14,9%. Essas taxas de variação foram superiores a observada para o crescimento médio do PIB no mesmo período (2,3% a.a.) (IBGE, 2019).

1. Essa versão é um breve resumo do capítulo 4 (A face internacional da financeirização brasileira) da tese de doutorado em economia no PPGE-UFF de Mariana Finello Correa "Financeirização e mudança estrutural: uma análise para a economia brasileira".

2. Deve-se ter em mente que apesar do processo de abertura financeira ser de suma importância, os determinantes dos fluxos de capital para a periferia são associados majoritariamente aos condicionantes externos (pull factors), que refletem a posição subordinada dessas economias no SMFI (Prates, 2002)

3. Esse aumento foi influenciado pelo processo de privatizações que ocorreu com mais vigor na segunda metade da década de 1990 e início dos anos 2000 (Rodrigues e Jurgenfeld, 2019). Assim, uma parte significativa do IDE direcionado à economia brasileira buscava a valorização patrimonial através da compra total ou parcial de empresas, assim como a redefinição do oligopólio global (Carneiro, 2002).



Em relação ao aspecto qualitativo se destaca o aumento da participação dos ICE em ativos emitidos em moeda doméstica<sup>4</sup>, como ações e títulos de dívida negociados no mercado doméstico. De forma ilustrativa, a participação dos títulos de dívida negociados no mercado doméstico no fluxo de ingresso de ICE passou de uma participação de 1,3% em 1995, para 38,0% em 2018 (Banco Central do Brasil, 2020). Esses dados evidenciam outra face (positiva ou não necessariamente negativa) do processo de financeirização: o maior desenvolvimento e aprofundamento do mercado doméstico brasileiro.

Porém, a dinâmica internacional da financeirização deve ser analisada também sob a luz da vulnerabilidade externa em seu escopo monetário-financeiro (Van Noije e De Conti, 2016). Nesse escopo, a manutenção de um passivo externo elevado e de um saldo na posição internacional de investimento (PII) negativo é considerado uma fonte de vulnerabilidade externa, pois eles significam uma ameaça constante de liquidação dos ativos por parte dos investidores não residentes, o que restringe a potência e a autonomia da política econômica, principalmente em momentos de reversão do ciclo de liquidez internacional. Ao mesmo tempo, as práticas de política econômica são moldadas para amenizar essa forma de vulnerabilidade externa, como por exemplo o

acúmulo de ativos de reserva.

Van Noije e De Conti (2016) destacam que a vulnerabilidade externa na sua dimensão monetária-financeira pode ser analisada tanto em termos de uma *vulnerabilidade de estoque*, como de uma *vulnerabilidade de fluxo*. A vulnerabilidade de estoques consiste na necessidade de divisas para refinaranciar, amortizar ou liquidar o passivo externo; ela se materializa em um saldo na PII negativo. O grau de vulnerabilidade depende da composição do estoque de passivo em relação à moeda de emissão, assim, parte da análise consiste na separação do passivo externo em duas rubricas: o emitido em moeda estrangeira e o emitido em moeda doméstica (op.cit.: 218). A vulnerabilidade de fluxos reflete a necessidade de divisas para remunerar as rendas do passivo externo, e ela se materializa nos déficits na conta de renda primária.

Os dados referentes a PII<sup>5</sup> estão disponíveis desde dezembro de 2001 (Banco Central do Brasil, 2020). Tanto o estoque de ativos, como o de passivos externos da economia brasileira aumentaram entre os meses de dezembro de 2001 e 2018, respectivamente 701,8% e 295,6%. Dada a inserção externa brasileira pautada nos fluxos financeiros, a PII é negativa durante toda a extensão da série, ou seja, a economia brasileira apresenta uma obrigação líquida com

4. Nesse sentido, segundo dados da CVM (2020), a participação na carteira do investidor não residente em ativos de renda fixa passou de 9,3% em 2001, para 45,1% em junho de 2016.

5. A PII agrega ativos e passivos externos, e equivale ao passivo externo líquido de um país. É obtido pela diferença ativos e passivos.



o resto do mundo.

Para a análise da vulnerabilidade de estoque, seguindo a divisão feita por Van Noije e De Conti (2016), o passivo externo foi separado em dois componentes: passivo externo emitido em moeda estrangeira (ações e títulos negociados no mercado externo, passivo em moeda estrangeira, empréstimos intercompanhia (IDE)) e passivo externo emitido em moeda doméstica (ações e títulos de dívida negociados no mercado doméstico e participação em capital (IDE)).<sup>6</sup>

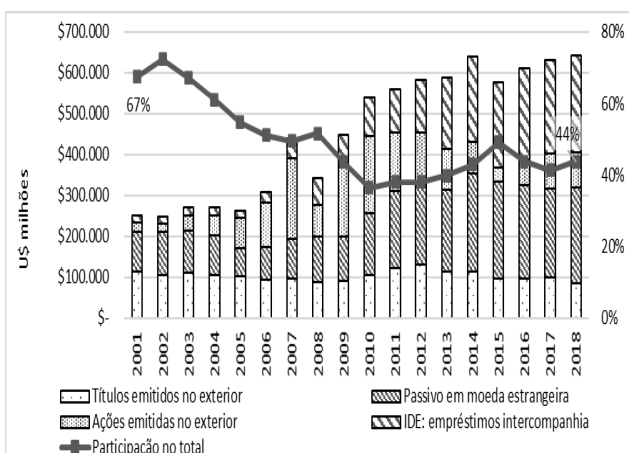
No período de análise ocorreu um crescimento mais acelerado do passivo externo emitido em moeda doméstica, que passou de 32,6% de participação no passivo externo total em dezembro de 2001 para 56,3% no mesmo mês de 2018 (Gráfico 1.b). O estoque do passivo

emitido em moeda estrangeira teve uma variação de 157,4% nesse período, contra uma variação de 584,4% no estoque de passivo emitido em moeda doméstica.

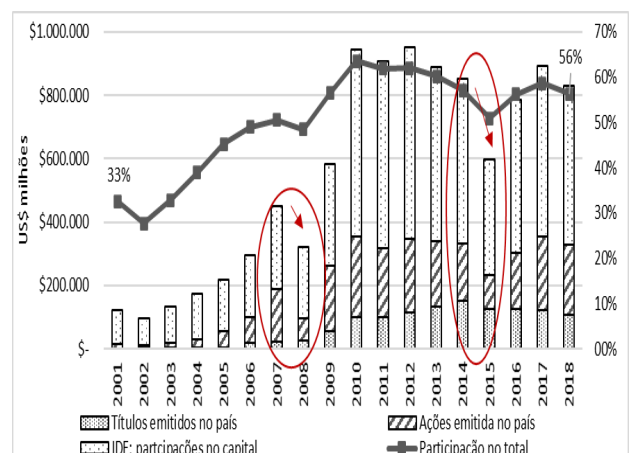
A maior participação do passivo externo emitido em moeda doméstica representa uma maior flexibilidade e uma potencial redução da vulnerabilidade externa de estoque. A redução da vulnerabilidade é reflexo do duplo efeito de uma desvalorização sobre esse passivo, principalmente nos momentos mais críticos: em momentos de crise de liquidez internacional ocorre uma pressão por desvalorização cambial que corrobora para que o passivo emitido em moeda doméstica sofra uma perda de valor em moeda estrangeira, e ao mesmo tempo o próprio estoque sofre uma perda de valor dado a queda do preço de mercado dos ativos (Biancarelli, 2011 *apud* Van

**Gráfico 1 – Passivo externo por moeda de emissão (US\$ milhões): 2001 - 2018 (meses de dezembro)**

**a) Passivo externo emitido em moeda estrangeira**



**b) Passivo externo emitido em moeda doméstica**



Elaboração própria. Fonte: Banco Central do Brasil (2020b)

6. Seguindo Van Noije e De Conti (2016), a rubrica derivativos foi excluída dessa separação por ser extremamente pequena, com uma participação de 0,02% no passivo externo total em dezembro de 2018.

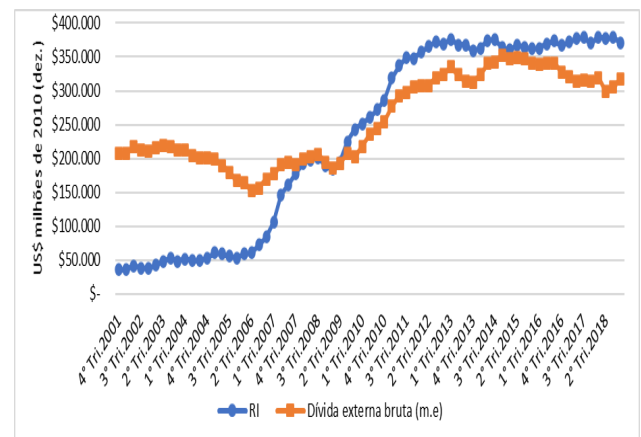


Noije e De Conti, 2016). Ou seja, o aumento da participação do passivo externo emitido em moeda doméstica contribui para a redução do passivo externo, e possivelmente uma melhora da PII em momentos cruciais de reversão do ciclo de liquidez internacional, como o observado nos anos de 2008 e 2015 no gráfico 1.b. Esse efeito duplo de desvalorização torna a liquidação do passivo, ou seja, saída de capital, mais desvantajosa para o investidor não residente. Além disso, esse duplo efeito de desvalorização afeta o saldo da PII. No caso do brasileiro no momento da crise financeira global em 2008, a PII teve uma leve melhora em relação ao ano anterior, com uma queda de 50,9%, muito influenciada pela queda do passivo externo (-22,3%), especificamente do passivo externo emitido em moeda doméstica (-28,5%).

O aumento da participação do passivo externo emitido em moeda doméstica sozinho não é suficiente para evidenciar a redução da vulnerabilidade de estoque; é necessário analisar também a capacidade da economia de reagir a uma liquidação abrupta de parte do passivo. Essa reação pode ser medida através da relação entre dívida externa bruta emitida em moeda estrangeira (títulos de dívida negociados no mercado externo e passivos em moeda estrangeira) e ativos de reserva.

O gráfico 2 evidencia a redução do *gap* entre os ativos de reservas e a dívida externa bruta de forma acelerada desde 2006, de

**Gráfico 2 – Dívida externa bruta x ativos de reversa**



**Elaboração própria. Fonte: Banco Central do Brasil (2020b)**

maneira que desde o segundo trimestre de 2009 as reservas internacionais superam a dívida externa bruta. Dessa forma, é possível dizer que ocorreu uma redução da vulnerabilidade de estoque na economia brasileira. Nesse sentido, Van Noije e De Conti (2016) destacam que essa redução deu flexibilidade para as autoridades corroborando para a implementação de uma política anticíclica durante a crise financeira iniciada em 2008.

Quanto a vulnerabilidade de fluxos, vale lembrar que a economia brasileira possui um déficit estrutural na rubrica de renda primária. Van Noije e De Conti (2016) destacam a existência de um efeito circular entre os saldos da PII e da conta de rendas, ou seja, entre a vulnerabilidade de estoque e de fluxo. A existência de um saldo negativo na PII engendra a saída de rendas, que por sua vez quando a geração de divisas via balança de



bens e serviços é insuficiente, precisam ser financiadas via endividamento externo, de maneira a contribuir para o aumento do passivo externo, tornando a PII ainda mais negativa.

Parte desse efeito circular também é resultado de uma diferença entre a rentabilidade do ativo e passivo externo. Ou seja, a diferença de rentabilidade induz que as rendas enviadas ao exterior sejam superiores as rendas recebidas. A divisão entre fluxo (BP) e estoque (PII) em um ponto no tempo pode ser entendida como uma *proxy* para a rentabilidade do ativo e passivo externos (Van Noiye e De Conti, 2016). O resultado desse exercício para a economia brasileira mostra que a rentabilidade do passivo externo brasileiro é superior a do ativo: entre 2001 e 2018, a *proxy* da rentabilidade do passivo externo manteve uma média de 5,2%, contra 1,9% do ativo externo. Ou seja, a rentabilidade média do passivo externo nesse período foi quase três vezes superior (2,7) ao do ativo externo.

Os fluxos financeiros descritos pelo balanço de pagamentos (BP) não captam a totalidade da variação no saldo da PII, dado que os ativos e passivos externos possuem tanto uma variação em quantidade/volume, como uma variação de preço. Dessa forma, essa variação pode ser decomposta em três efeitos: variação de

volume de ativos e passivos captada pelo BP, variação de volume de ativos e passivos não captada pelo BP<sup>7</sup> e os ganhos provenientes da detenção desses ativos decorrentes da variação de preços. Os dois últimos efeitos são aqueles que geram o efeito (des)valorização. Dentre os três efeitos, o mais relevante para analisar o efeito de (des)valorizações é o de ganhos decorrentes da variação de preço (GND) (Noiye, Van e De Conti, 2016).

Por exemplo, no ano de 2008, no qual ocorreu um déficit em transações correntes (US\$ 30,6 bilhões), o saldo da PII teve uma melhora com uma queda de mais de 50% em relação ao período anterior (variação de US\$252,3 bilhões). A variação do saldo da PII foi explicada em 112,1% pelo GND e (-)12,1% pelo resultado em transações correntes. Ou seja, a maior parte dessa melhora foi explicada pelo duplo efeito desvalorização, nesse ano em específico é um resultado da crise financeira de 2008, que contribuiu tanto para a queda generalizada dos preços dos ativos financeiros, como da desvalorização cambial. Esse duplo efeito da desvalorização cambial contribuiu para a forte redução do passivo externo (US\$225 bilhões) contribuindo para a variação observada na PII. De forma geral, entre 2001 e 2018 o efeito GND foi o mais representativo na explicação da variação do saldo da PII.

A variação do resultado da PII depende

7. “[...] têm origem em variações no volume de ativos e passivos não captadas pelo BP, dentre as quais podemos citar: alocação e cancelamento dos direitos especiais de saque do FMI; cancelamento de débitos; monetização e desmonetização de ouro; lançamentos de contrapartida; reclassificações; e medidas de erro” (Van Noiye e De Conti, 2016: 215).





da evolução do saldo em transações correntes. Como os saldos na balança de serviços e renda são estruturalmente negativos para a economia brasileira, o saldo em transações correntes, ou seja, a capacidade/necessidade de financiamento externo, depende exclusivamente do resultado da balança comercial. É necessário a geração de superávits comerciais superiores aos déficits observados nas outras duas balanças para que haja um resultado positivo. Esse feito é raro para a economia brasileira, desde 1947 foram observados apenas dozes episódios de superávit em transações correntes, de maneira que o período mais longo com superávits seguidos em transações correntes ocorreu durante o *boom* das *commodities* entre 2003 e 2007.

Assim, adicione-se às vulnerabilidades da PII também uma vulnerabilidade de cunho comercial, dado a incompatibilidade entre a pauta de exportação e propensão a importar decorrentes da diferença entre as elasticidades-renda das exportações e importações. Essa vulnerabilidade é a cristalização no tipo de inserção produtiva da economia brasileira e da própria estrutura produtiva, esta última cada vez mais concentrada em atividades industriais de baixa e média-baixa intensidade tecnológica e ligadas ao setor primário, assim como por uma tendência de reprimarização da pauta de

exportação.

Dessa forma, o desenvolvimento do mercado financeiro doméstico, e a relativa superação do “pecado original”, com o aumento do passivo externo emitido em moeda doméstica, reduziu apenas parcialmente a vulnerabilidade externa de cunho monetário-financeiro, principalmente no seu âmbito de estoque. Por outro lado, a

**o processo de financeirização via maior integração financeira vem contribuindo para que novas nuances sejam adicionadas à histórica vulnerabilidade externa da economia brasileira.**

própria necessidade de remunerar o estoque de passivo externo gera uma necessidade estrutural por divisas externas e um fluxo de saída de capital via

rendas enviadas ao exterior, que por sua vez contribui para uma vulnerabilidade externa de fluxo. Assim, o processo de financeirização via maior integração financeira vem contribuindo para que novas nuances sejam adicionadas à histórica vulnerabilidade externa da economia brasileira.

#### Referências Bibliográficas

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Tabelas especiais - Setor externo**. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/tabelasespeciais>>.

BECKER, J.; JÄGER, J.; LEUBOLT, B.; WEISSENBACHER, R. Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3



–4, p. 225–247, dez. 2010.

BIANCARELLI, A. A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. *In*: MARCOLINO, L. C.; CARNEIRO, R. (Eds.). . **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil do Plano Real à crise financeira**. 1. ed. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude, 2010. p. 55–88.

\_\_\_\_\_. Riscos na travessia? O financiamento externo e os desafios futuros da economia brasileira. *In*: CARNEIRO, R.; MATISJACIC, M. (Eds.). . **Desafios do desenvolvimento brasileiro**. 1. ed. Brasília: IPEA, 2011. p. 83–98.

BORTZ, P. G.; KALTENBRUNNER, A. The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. **Development and Change**, v. 49, n. 2, p. 375–393, mar. 2018.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R. Indicadores macroeconômicos de financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil. *In*: BRUNO, M. (Ed.). . **População, espaço e sustentabilidade: contribuições para o desenvolvimento do Brasil**. 1. ed. Rio de Janeiro: ENCE, 2015. p. 35–61.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: A economia brasileira no último quarto do século XX**. 1. ed. São Paulo: Unesp, 2002.

CVM. **Séries históricas - Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/menu/acesso\\_informacao/serieshistoricas/serieshistoricas/sobre.html](http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/serieshistoricas/sobre.html)>.

IBGE. **SCNT - Sistema de Contas Nacionais**

**Trimestrais**IBGE, , 2019. Disponível em: <<https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/contas-nacionais/9300-contas-nacionais-trimestrais.html?=&t=o-que-e>>

KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. **New Political Economy**, v. 23, n. 3, p. 290–313, 4 maio 2018.

NOIJE, P. VAN; CONTI, B. DE. A vulnerabilidade externa decorrente da posição internacional de investimentos e do fluxo de rendas da economia brasileira no período 2001-2010. **Nova Economia**, v. 26, n. 1, p. 207–239, 2016.

PRATES, D. **Crises financeiras dos países " emergentes " : Uma interperetação heterodoxa**. [s.l.] Tese. Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP)., 2002.

RODRIGUES, C. H. L.; JURGENFELD, V. F. Desnacionalização e financeirização: um estudo sobre as privatizações brasileiras (de Collor ao primeiro governo FHC). **Economia e Sociedade**, v. 28, n. 2, p. 393–420, 2019.



## OS IMPACTOS DA CRISE DA COVID-19 NO MERCADO CAMBIAL DOS PAÍSES EMERGENTES

Adriano Vilela Sampaio

Professor da Universidade Federal Fluminense e pesquisador do Finde

Maurício Andrade Weiss

Professor da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e membro do Finde

Paulo Van Noije

.Professor da Universidade Estadual de Campinas (FCA) e membro do Cecon e do Lesp

### Introdução

No início de 2020, o mundo foi surpreendido com a deflagração de uma pandemia com gravíssimos efeitos sanitários e humanos. Os efeitos econômicos também foram severos, com acentuada queda da atividade ao redor do mundo. Nos mercados internacionais de capitais, as saídas de recursos dos países emergentes ultrapassaram US\$ 100 bilhões em 60 dias, quase o quádruplo da crise financeira global de 2008 no mesmo intervalo de tempo (IMF, 2020). Essas instabilidades se refletiram diretamente na taxa de câmbio e/ou nas reservas internacionais de muitos desses países.

Há ampla literatura sobre a fragilidade externa dos países emergentes<sup>1</sup>. Estes têm moedas de baixa ou nula aceitação internacional, ou seja, que não exercem quaisquer das funções de moeda no plano internacional, situando-se nos estratos inferiores de uma rígida hierarquia monetária, em que o dólar ocupa o topo. Moedas com tais características são chamadas de periféricas e são vistas como ativos de

risco, de forma que a demanda por elas é instável e fortemente dependente dos ciclos internacionais de liquidez. Em momentos de alta propensão ao risco ou baixa preferência pela liquidez, os agentes aceitam deter esses ativos por conta do maior rendimento, mas em momentos de instabilidade, essas posições são desmontadas de forma rápida, levando a expressivas saídas de capitais e desvalorizações cambiais, mesmo naqueles países com melhores “fundamentos”. As características do atual sistema monetário e financeiro internacional (SMFI), especialmente a alta mobilidade de capitais, os altos volumes de fluxos transacionados diretamente e as taxas de câmbio flutuantes, agravam esse comportamento pró-cíclico e fazem com que suas taxas de câmbio tenham determinantes predominantemente externos, destacando-se aí a política monetária dos países centrais. Assim, diante de um acontecimento grave como a pandemia, era esperado que os países de moeda periférica fossem fortemente afetados.

1. Por exemplo, Carneiro (2009) e De Conti, Prates e Plihon (2014).



Nesta nota, busca-se analisar o quão desestabilizador foram esses movimentos de capitais sobre a taxa de câmbio e as reservas<sup>2</sup> de um conjunto de países emergentes. Mais especificamente, visa responder as seguintes questões: i) qual(is) o(s) período(s) mais agudo(s) da crise recente; ii) qual a sua magnitude/gravidade para os países emergentes (Pes); iii) em quais países (dentro da amostra selecionada) ela foi mais severa e iv) como o ajuste se deu em cada país. Para respondê-las, é utilizado um indicador de pressão cambial, que leva em conta as variações da taxa de câmbio e das reservas.

As contribuições propostas consistem principalmente em fazer uma primeira caracterização da crise da pandemia, de maneira empírica, no que se refere aos impactos sobre o setor externo e avançar na discussão sobre a definição e mensuração de períodos de pressões cambiais nos PEs.

Além desta introdução e das considerações finais, o artigo é composto por mais 2 seções. Na primeira, é apresentada a metodologia utilizada e na segunda é feita a análise de dados. **1. Crises cambiais – Definições e principais indicadores**

Existe um debate extenso na literatura sobre as causas de crises cambiais. Objetiva-se,

no entanto, não focar nas causas, mas no conceito em si de crise cambial. Krugman (1979) e Garber e Svensson (1995) trazem importantes contribuições para o entendimento do conceito, mas se limitam aos regimes de câmbio fixo e semifixo. Para uma amostra mais ampla, contudo, é necessário buscar conceitos mais amplos, que sejam compatíveis com diferentes regimes cambiais, como exposto a seguir.

Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995) trabalham com o conceito de ataques especulativos, caracterizados por pressões extremas no mercado de câmbio. A partir do trabalho de Girton e Roper (1977), distinguem pressão especulativa (*speculative pressure*<sup>3</sup>) e ataque especulativo (*speculative attacks*). A classificação em pressão ou ataque especulativo se daria a partir do cálculo da média ponderada das variações cambiais, das taxas de juros e das reservas. Pelo indicador, seria considerado crise quando a média ponderada das variáveis, em dois trimestres subsequentes, fosse ao menos dois desvios padrão acima da média.

Kaminsky e Reinhart (1999), empregam um cálculo bastante parecido ao de Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995), mas não incluem a variação da taxa nominal de juros. As autoras utilizam uma média ponderada da variação da taxa de câmbio e das reservas, de tal

2. Vale lembrar que outros tipos de ajuste também são possíveis, como pelas variações das taxas de juros. Neste trabalho, optou-se por focar apenas no câmbio e nas reservas.

3. Apesar dos autores não mencionarem explicitamente o que seria o indicador de pressão especulativa, pode-se deduzir que ele ocorre quando o indicador se situar entre 1,0 e 2,0.



modo que os pesos dos dois componentes do índice tenham volatilidades amostrais iguais. Foi considerado crise quando a variação tenha sido igual ou superior a três desvios em relação à média. Baumann e Gonçalves (2015) constroem um Índice de Pressão Cambial (IPCAM) para a economia brasileira baseados nessa literatura. O IPCAM, detalhado mais à frente, consiste em uma média ponderada das variações cambiais e de reservas internacionais.

A metodologia aqui utilizada é baseada principalmente em Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995), Kaminsky e Reinhart (1999) e Baumann e Gonçalves (2015), pois estes utilizam conceitos de crise cambial que se adaptam bem tanto em regimes de câmbio fixo quanto flutuante. O indicador utilizado é mais próximo ao de Kaminsky e Reinhart (1999) e Baumann e Gonçalves (2015).

Baumann e Gonçalves (2015) constroem uma versão simplificada do Índice de Pressão Cambial (IPCAM):

$$IPCAM = \pi \left( \frac{\Delta e}{e} \right) - \rho \left( \frac{\Delta R}{R} \right)$$

Sendo  $\frac{\Delta e}{e}$  a vari  $\frac{\Delta e}{e}$  ação da taxa de câmbio nominal em 12 meses,  $\pi$  o inve  $\pi$  rso do desvio padrão da variação da taxa de câmbio,  $\frac{\Delta R}{R}$  a vari  $\frac{\Delta R}{R}$  ação das reservas internacionais em 12 meses e  $\rho$  o inve  $\rho$  rso do desvio padrão da variação das reservas internacionais.

No atual trabalho, é utilizado um índice muito próximo do IPCAM, mas com duas diferenças importantes: (i) não descarta outliers (ii) as variações de reservas e da taxa de câmbio são calculadas para cada mês, levando em conta a variação em relação ao mês imediatamente anterior e não a variação em 12 meses. Apesar dessas pequenas modificações, o nome IPCAM foi mantido.

Pegando emprestado os conceitos de Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995) e, trocando o termo pressão especulativa por pressão cambial, um IPCAM entre 1 e 2 indica que houve pressão cambial. Valores superiores a 2, alta pressão cambial. Mesmo adotando outro termo, o conceito de alta pressão cambial é o mesmo do ataque especulativo de Eichengreen, Rose e Wyplosz (1995), qual seja, “pressões extremas no mercado de câmbio.”

A opção por esse termo (ataque especulativo ou pressão cambial) se deu por entendermos que o termo “crise cambial” demanda maiores qualificações. Entre os principais impactos que uma desvalorização cambial traz para uma economia destacam-se: i) o repasse para os preços (*passthrough*); ii) elevação do valor (em moeda doméstica) de dívidas denominadas em dólares e pioradas suas condições de rolagem; iii) incentivo a fenômenos como comportamentos de manada. A depender, dentre outros fatores, da estrutura produtiva, da pauta de importações e exportações, do grau de dolarização e do perfil de endividamento.



mento, uma economia pode ter maior capacidade de absorver desvalorizações cambiais.

Dadas essas considerações, argumenta-se que esses indicadores são adequados para mensurar a magnitude de instabilidades advindas do setor externo, mas não informam quão desestabilizadoras elas podem ser e, portanto, o termo crise não necessariamente se aplica em todas as situações de alto IPCAM. Dito de outra forma, um país pode ter alta pressão/ataques especulativos, sem que isso represente um problema significativo para a economia doméstica. Em uma amostra com maior número de países, como é o caso aqui, seria inviável fazer a análise caso a caso para dizer se houve ou não uma crise.

Para a análise, foram selecionadas as quarenta maiores economias emergentes<sup>4</sup>, e que tinham os dados para taxa de câmbio mensal em fim de período e de reservas internacionais até maio de 2020. Foram excluídos Eslováquia e Porto Rico, por não terem moeda própria e Iraque e Vietnã, devido à falta de dados. Coreia do Sul e Singapura, embora classificados pelo Banco Mundial e FMI como, respectivamente, países de alta renda e de economia avançada, são emissores de moeda periférica<sup>5</sup>, por isso foram incluídos na amostra, totalizando 36 países.

A opção por maio, em detrimento a junho, se deu pela maior disponibilidade de da-

dos, o que permite trabalhar com um conjunto maior de países. Para calcular o desvio padrão de cada uma das variáveis, foram utilizados dados de janeiro de 2003 a maio de 2020. A fonte de dados foi o Fundo Monetário Internacional (FMI), ou nos casos em que os dados não estavam disponíveis (Arábia Saudita, Chile, Egito, Nigéria, Paquistão e Peru), as respectivas autoridades monetárias.

## **2. O impacto da crise da pandemia sobre o setor externo dos países emergentes**

Nesta seção, é feita a análise de dados utilizando-se a metodologia apresentada na seção 2. Busca-se aqui depreender uma visão do período recente em diferentes dimensões, quais sejam: i) qual(is) o(s) período(s) mais agudo(s) da crise recente; ii) qual a sua magnitude/gravidade; iii) em quais países (dentro da amostra selecionada) ela foi mais severa e iv) como o ajuste se deu em cada país.

A periodização da crise da pandemia busca mostrar, quando seus efeitos foram mais fortes em termos de pressão cambial. Segundo o FMI, as instabilidades decorrentes da pandemia se deram a partir do dia 21/01/2020. Como o índice é calculado a partir de variações mensais, o mês escolhido como inicial foi fevereiro. A partir da média do índice de pressão cambial (IPCAM) (Gráfico 1) do conjunto de países, vemos que os efeitos mais graves se deram no mês de março, quando a média

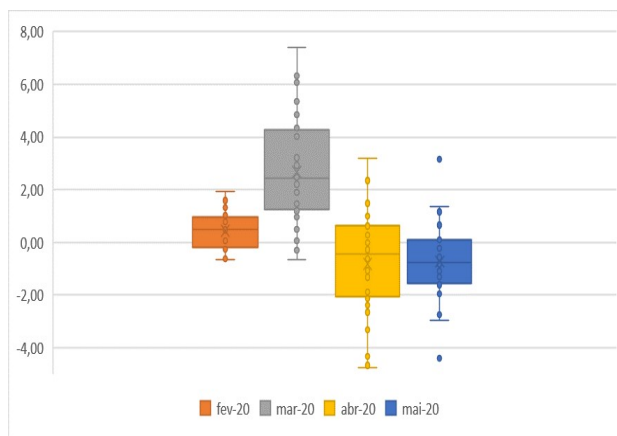
4. Com base no produto interno bruto (PIB), medido em US\$ nominais, com referência em 2018.

5. Conforme De Conti (2011).



(indicada por um “x” e seus respectivos valores) e a mediana (indicada pelo traço no interior da caixa) foram os maiores do período, em torno de 2,7 e 2,4, respectivamente, indicando alta pressão cambial. Em apenas 5 países (Arábia Saudita, Chile, Emirados Árabes Unidos, Hungria e Peru) o IPCAM não atingiu seu maior valor no mês de março. A recuperação tem início em abril, mês em que a média se torna negativa e continua em maio, o que sugere que, no que se refere às instabilidades sobre o setor externo, a crise já havia se arrefecido.

**Gráfico 1 - Média e distribuição IPCAM (fev-mai/20)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e autoridades monetárias

O segundo ponto é buscar compreender a magnitude da crise. No mês de março, em apenas 8 (22,2%) países o índice ficou abaixo de 1, em 6 (16,7%) ficou entre 1 e 2, em 10 (27,8%) ficou entre 2 e 3 e em 12 (33,3%), acima de 3, sendo que desses, 10

ficaram acima de 4. Como mais de 60% dos países apresentaram um índice acima de 2, de alta pressão cambial, pode-se inferir que a crise foi bastante forte sobre a maioria deles.

A comparação com períodos anteriores também ajuda a dar a dimensão da gravidade desta crise. A tabela 1 mostra as cinco maiores médias do conjunto dos países desde janeiro de 2003. O valor atingido em março de 2020 só é menor que o de outubro de 2008, marcado pela grande crise financeira global, e é praticamente igual ao de setembro de 2011, gerado pelos desdobramentos da crise da zona do Euro. Nesses 18 anos, apenas em outras duas oportunidades essa média ficou acima de 2, em janeiro de 2009 (2,27) e maio de 2012 (2,06).

**Tabela 1 – Média IPCAM – Meses selecionados**

Outubro/2008	4,27
Janeiro/2009	2,27
Setembro/2011	2,73
Mai/2012	2,06
Março/2020	2,67

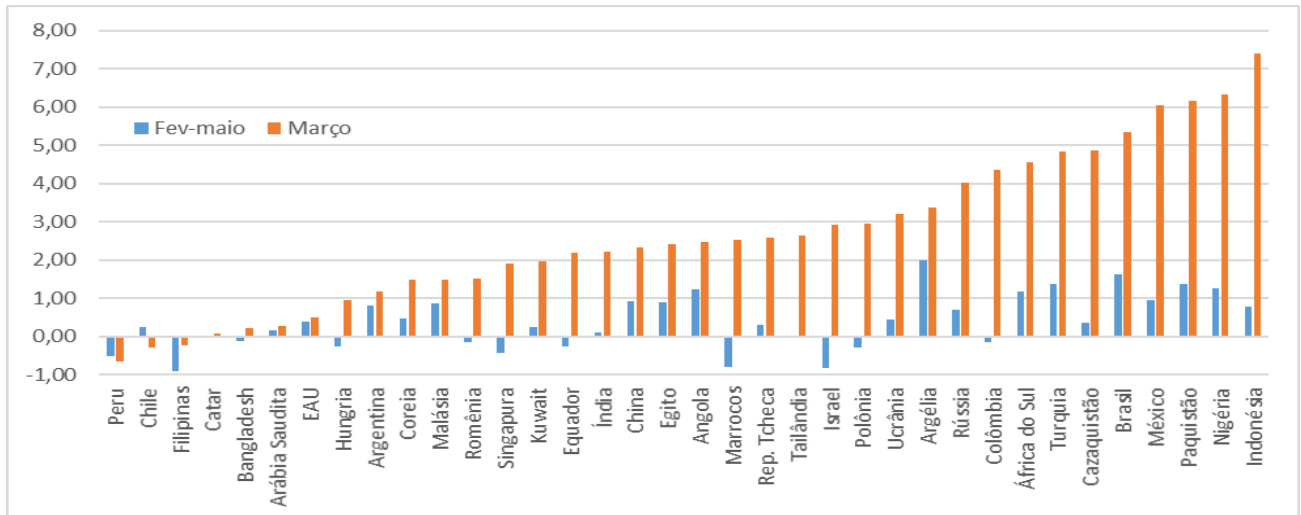
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e autoridades monetárias

Para a análise de quais países foram mais afetados pelas instabilidades externas, temos o gráfico 2, que mostra o IPCAM de março e a média de fevereiro a maio de 2020 para cada um deles<sup>6</sup>.

6. Pela análise da média e do valor de março, é possível ter uma ideia melhor da gravidade da crise e da velocidade da recuperação nos meses subsequentes.



Gráfico 2- IPCAM média fev-maio/2020 e março 2020



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e autoridades monetárias

No mês de março, chamam a atenção os altos valores de Indonésia (7,4), Paquistão (6,2), Nigéria (6,3) e México (6,1), todos acima de 6. Os países com melhor desempenho foram Filipinas (-0,2), Chile (-0,3) e Peru (-0,6). Os baixos valores de Chile e Peru podem estar ligados ao fato deles terem passado por altas instabilidades nos meses anteriores à pandemia.

Já no período fevereiro-maio, o país mais afetado foi a Argélia, com 1,99. Outros 6 países tiveram indicador maior que 1, o que indica uma pressão cambial persistente. A Tailândia se mostrou a menos afetada no período (IPCAM de 0,02) e 12 países apresentaram melhoras no indicador, com destaque para as Filipinas, cujo IPCAM foi de -0,9.

Comparando as variações do período mais amplo com as do mês de março, vemos que apesar da forte pressão do mês em ques-

ção, a recuperação da Indonésia foi muito rápida, pois no período fevereiro-maio seu IPCAM ficou abaixo de 0,8, o mesmo para o México (6,06 em março e 0,96 de média). Colômbia, Polónia, Marrocos e Israel também chamam a atenção pois mesmo com altos valores em março, apresentaram médias negativas para o período. Já Nigéria, Brasil e Paquistão ficaram entre os maiores tanto para março como considerando a média do período, refletindo uma recuperação menos intensa quando comparada aos demais.

A análise de como foi feito o ajuste, se por câmbio ou reservas, será feita pela desagregação do IPCAM, ou seja, comparando-se a variação ponderada pelos desvios padrões para cada variável (câmbio e reservas<sup>7</sup>). As médias para o período fevereiro-maio de 2020 estão no gráfico 3 (a ordem crescente de IPCAM). Para os países em que ambas as barras

7. A opção por usar a perda de reservas, não a variação (o que explica o valor positivo quando há redução), se deu para facilitar a visualização e comparação do ajuste.



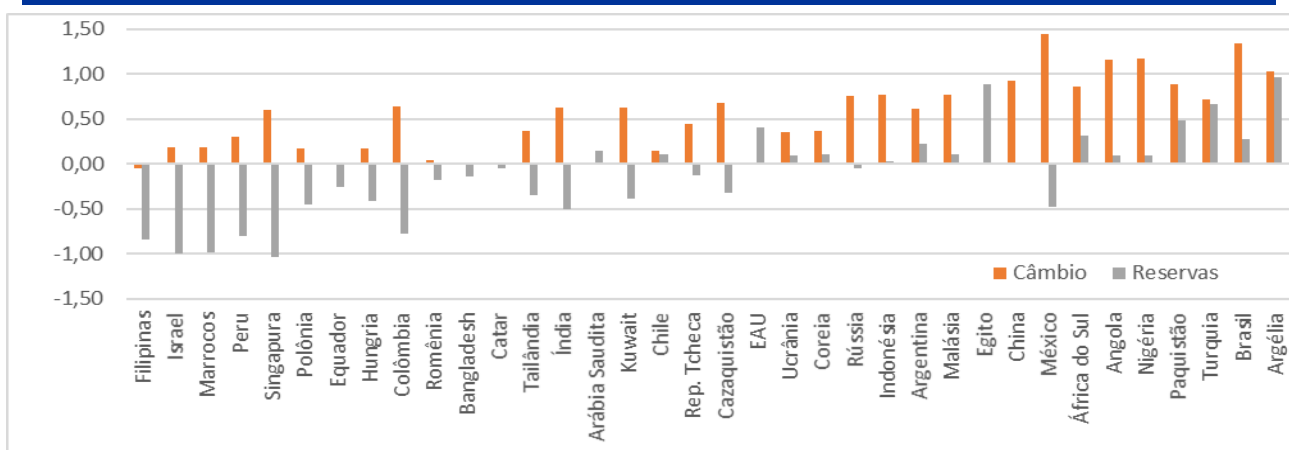


estão acima (abaixo) de zero, houve desvalorização (valorização) cambial e perda (ganho) de reservas, indicando que as instabilidades do setor externo foram absorvidas pelas duas variáveis. A altura das barras indica se o ajuste foi feito mais pela variação de reservas ou do câmbio. Como pode ser visto, na maioria dos países o ajuste foi mais via câmbio que via reservas. O Egito, foi o único caso de país sem câmbio fixo em que a variação ponderada das reservas foi maior que a do câmbio, ou seja, o único em que teria prevalecido o “medo de flutuar”.

Nos casos de desvalorização cambial com aumento de reservas (barra laranja acima de zero e cinza abaixo), o ajuste teria sido somente pelo câmbio, pois indicaria que mesmo o país tendo disponibilidade de reservas, ele teria optado por não intervir no câmbio, ou intervir menos que poderia<sup>8</sup>. Ou seja, nestes casos, uma barra laranja maior que

a cinza indica ainda mais fortemente o “medo de perda de reservas”. O México ilustra bem o caso, pois mesmo com um indicador acima de 1 no câmbio, apresentou elevação de reservas, o mesmo ocorrendo, em menor medida, com Colômbia e Cingapura. Já Brasil, Nigéria e Angola tiveram forte desvalorização cambial combinada à pequena variação de reservas, o que indica baixa disposição ao uso destas. Uma interpretação alternativa, especialmente nos casos de elevação de reservas, é que não necessariamente houve relutância em utilizá-las e sim que as autoridades monetárias consideraram que a desvalorização em curso não traria consequências negativas relevantes para a economia doméstica. Esses resultados estão em linha com o trabalho de Denbee, Jung e Paternó (2016), que mostra que na crise financeira global de 2008, “o medo de perder reservas” prevaleceu sobre o “medo de flutuar” na maioria dos países emergentes.

**Gráfico 3 – Variação cambial e perda de reservas (nº de desvios; fev-maio/2020)**



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e autoridades monetárias

8. Marrocos e Equador recorreram a empréstimos do FMI, no período. o que ajuda a explicar a elevação de reservas.



A partir do gráfico 4 é possível constatar a magnitude da instabilidade em março, especialmente no câmbio, que chegou a 6,4 no México e ficou acima de 3 em nove países. Assim como ocorreu no período fevereiro-maio, as variações nas reservas foram menores, sendo que apenas a Turquia (3,9) ficou acima de 3.

### Considerações Finais

O objetivo deste artigo foi analisar os impactos da crise do Covid-19 sobre o setor externo de um conjunto de PEs, bem como a forma pela qual se deu o ajuste.

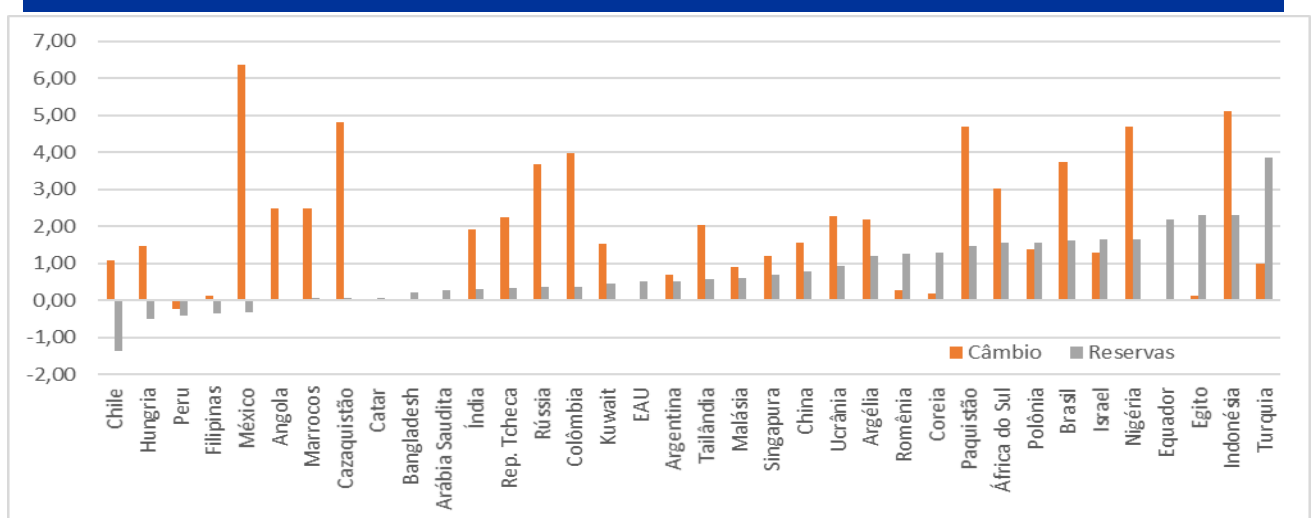
Para isso, foi empregado o conceito de pressão cambial em detrimento de crise cambial, pois a caracterização de um episódio como crise demandaria análises específicas dos respectivos países, algo fora do escopo deste artigo.

Com base no IPCAM para um conjunto de PEs, apontou-se que: i) o período mais agu-

do da crise ocorreu no mês de março, com a recuperação tendo início já em abril; ii) sobre a magnitude da crise, analisando o índice IPCAM de jan/2003 até mai/2020, pode-se observar que março de 2020 foi o terceiro episódio de maior gravidade, só ficando atrás de out/2008 e set/2011; iii) os impactos foram maiores e mais persistentes sobre Argélia, Brasil, Turquia, Paquistão, Nigéria, Angola e África do Sul; iv) na maioria dos países o ajuste externo foi mais via câmbio que via reservas.

Essa pesquisa permitiu esboçar um quadro que ajuda a ilustrar de que forma o setor externo (restrito à taxa de câmbio e reservas internacionais) dos PEs foi afetado durante a pandemia, contudo, aprimoramentos e desenvolvimentos para pesquisas futuras podem ser apontados: incorporar novas variáveis, como estoques de passivos e ativos externos, taxas de juros; comparar o desempenho dos PEs em relação aos desenvolvidos. Ademais, é fundamental buscar entender por que uns países fo-

Gráfico 4 Variação cambial e perda de (nº de desvios; março/2020)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e autoridades monetárias



ram mais afetados que outros, ou, quais os principais determinantes do IPCAM, o que exigiria estudos mais detalhados de cada país e/ou análises econométricas. Essas incorporações certamente permitirão um entendimento ainda mais amplo sobre o tema em tela, mas estão fora do escopo deste artigo, que se propõe a ser uma primeira tentativa de sistematizar uma crise muito recente.

A análise conjunta de emergentes permite vislumbrar que eles compartilham fragilidades comuns, geradas por um sistema monetário internacional hierárquico e assimétrico. Nesse sentido, soluções cooperativas que mitiguem as instabilidades do SMFI, como controles de capitais, fundos conjuntos de reserva, linhas de *swap* e o fortalecimento dos direitos especiais de saque são imprescindíveis.

#### Referências bibliográficas

BAUMANN, R.; GONÇALVES, R. (2015). *Economia Internacional. Teoria e Experiência Brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier.

CARNEIRO, R. (2008). Globalização e Inconvertibilidade Monetária. *Revista de Eco-*

*nomia Política*, vol. 28, nº 4 (112), pp. 539-556, outubro-dezembro, 2008.

DE CONTI, B. M. (2011). *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

DE CONTI, B.M.; PRATES, D.M.; PLIHON, D. (2014). 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.

DENBEE, E.; JUNG, C.; PATERNÒ, F. (2016). *Stitching together the global financial safety net*. *Financial Stability Paper*. Bank Of England, No. 36.

EICHENGREEN, B.; ROSE, A.K.; WYPLOSZ, C. (1995). *Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks*. *Economic Policy* 10(21), oct., p. 249-312.

GARBER, P. M.; SVENSSON, L. E.O. (1995). *The Operation and Collapse of Fixed Exchange Rate Regimes*. *Papers* 588, Stockholm – Handbook of



International Economics, vol III, Elsevier Science.

IMF (2020). Global Financial Stability Overview: *Markets in the Time of COVID-19*.

KAMINSKY, G. L.; Reinhart, C. M. (1999). *The Twin crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*. The American Economic Review, Vol. 89, No. 3, jun., p. 473-500.

KRUGMAN, P. (1979). *A Model of Balance-of-Payments Crises*. Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 11, No. 3, aug. p. 311-325.



## RESERVAS INTERNACIONAIS E TAXA DE CÂMBIO EM MEIO À CRISE SANITÁRIA DA COVID-19 NO BRASIL: SEGURO, PROTEÇÃO E VOLATILIDADE

Daniel Consul de Antoni  
Mestrando em Economia (UFF), Bolsista CAPES e Pesquisador do FINDE/UFF

### ÍNDICE

#### Introdução

As primeiras duas décadas dos anos 2000 representaram uma mudança estrutural bastante significativa no que diz respeito à relação de uma série de economias emergentes com suas contas externas. De crises recorrentes como as do México (1982 e 1994), da Rússia (1998) e do Brasil (1999), diversas economias periféricas do sistema capitalista passaram a atuar com vistas a acumular reservas internacionais, objetivando afastar os problemas de balanços de pagamentos enfrentados por essas economias no último quarto do século XX.

O caso do Brasil é simbólico: às voltas com a crise cambial de janeiro de 1999, o país possuía aproximadamente US\$ 36 bilhões mantidos na forma de reservas internacionais. Dez anos mais tarde, em janeiro de 2009, o montante havia aumentado para US\$ 188 bilhões. Apenas durante o ano de 2007 – no pré-crise do *subprime* nos Estados Unidos – a variação líquida no montante mantido pelo país foi da ordem de pouco mais de 94 bilhões de dólares. Nos anos seguintes, a política de acúmulo desse tipo de ativo continuou florescendo, com o Brasil atingindo um

patamar de US\$ 355 bilhões na forma de reservas internacionais em dezembro de 2020, segundo dados do Banco Central do Brasil (BCB).

Envolto em uma série de problemas macroeconômicos, sociais e políticos, o país – ao menos no plano externo – tem pouco com o que se preocupar, dada a solidez de suas contas externas; o que foi essencial, aliás, no enfrentamento às crises político-econômica do biênio 2015-2016 e a desencadeada pela pandemia da COVID-19 em 2020. Essa última crise, de magnitude global, trouxe incertezas e grandes oscilações nos mercados financeiros internacionais, o que por si só foi capaz de impactar as relações externas de todos os países do mundo globalizado. Reservas internacionais, fluxos de capitais, taxa de câmbio, etc. inevitavelmente se tornam variáveis propensas a grandes desajustes em uma situação como essa.

Nesse sentido, o objetivo deste pequeno artigo é discutir de forma breve a dinâmica das reservas internacionais brasileiras e da taxa de câmbio, bem como o modo como o BCB atuou com relação a esses indicadores durante a atual crise global. Antes disso, contudo, vale destacar o porquê de uma série



36 de países emergentes, dentre eles o Brasil, ter adotado a estratégia de acumular reservas internacionais ao longo das últimas duas décadas e qual a relação desse ativo com a taxa de câmbio e com a crise sanitária provocada pela pandemia da COVID-19.

**Por que os países emergentes demandam reservas internacionais e qual a relação desse ativo com a taxa de câmbio?**

Dentro da tradição keynesiana, é possível fazer um paralelo específico entre a abordagem de J.M. Keynes no capítulo 13 d'A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda acerca dos motivos para demandar moeda e os motivos pelos quais os países demandam reservas internacionais. Segundo Keynes, há três motivos que governam as preferências pela liquidez dos agentes econômicos. Quais sejam:

- MOTIVO TRANSAÇÃO: "...a necessidade de moeda para as operações correntes de *trocas pessoais e comerciais*";
- MOTIVO PRECAUÇÃO: "... o desejo de *segurança* com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais";
- MOTIVO ESPECULAÇÃO: "...o propósito de *obter lucros* por saber melhor que o mercado o que trará o futuro". (KEYNES, 1996, p.176-177) (grifos nossos).

Uma dessas razões destacou-se na bibliografia especializada que aborda os

motivos pelos quais os países emergentes procuram acumular reservas internacionais. Autores como Aizenman e Lee (2005) e Carvalho (2010) abordam o *motivo precaucional* como fator determinante do acúmulo desse tipo de ativo por economias emergentes. Carvalho, dentro do arcabouço pós-keynesiano, argumenta que "a demanda precaucional se refere à liquidez dos balanços mantidos contra incertezas, ou seja, para proteger o país contra a possibilidade de sofrer choques adversos" (p.270) (tradução nossa). Já Aizenman e Lee desenvolveram um modelo econométrico com *dummies* para momentos de crise e concluíram que o motivo precaucional é mais relevante para explicar a demanda por reservas internacionais do que razões de ordem "mercantilista". Esse último motivo está intimamente relacionado à manutenção da taxa de câmbio em patamar desvalorizado, procurando viabilizar o setor exportador. Tal motivo seria, além disso, subproduto de uma política industrial mais ampla.

Há também, conforme abordado por Calvo e Reinhart (2002), o motivo *fear of floating*. Tal como o motivo mercantilista, refere-se à taxa de câmbio. Nesse sentido, a partir de uma amostra de 39 países desenvolvidos e em desenvolvimento, os autores procuraram verificar se os países que afirmavam possuir uma taxa de câmbio flutuante de fato permitiam que ela flutuasse



livremente. Os autores reconheceram que “É amplamente aceito que uma ‘flutuação pura’ é um artefato de livros-textos de economia” (p. 382) e verificaram que, em verdade, a maioria dos países procura suavizar a trajetória do câmbio e temem grandes oscilações nesse preço macroeconômico.

Para o caso brasileiro nas duas primeiras décadas dos anos 2000, há uma preponderância do motivo precaucional frente aos outros motivos destacados pela bibliografia especializada no que tange ao acúmulo de reservas internacionais. Traumas do passado, como a crise cambial de 1999, a supressão no fluxo de capitais para o país e a moratória dos juros da dívida externa nos anos 1980, levaram o Brasil, dentro de um contexto de melhores condições externas, a acumular reservas internacionais como forma de se precaver contra reversões abruptas de financiamento. Essa intenção foi manifestada em falas de diversas autoridades políticas e econômicas que governaram o país nessas últimas duas décadas, como Henrique Meirelles (ex-presidente do Banco Central do Brasil) (MEIRELLES..., 2016), Guido Mantega (ex-ministro da Fazenda) (GUIDO MANTEGA..., 2010) e Luiz Inácio Lula da Silva (BIBLIOTECA DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2009), Dilma Rousseff (BIBLIOTECA DA PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2011) e Michel Temer (ex-presidentes da República) (OSAKABE, 2018), entre outros.

No que tange aos demais motivos, *fear of floating* e mercantilista, o papel desempenhado por ambos foi de pouca envergadura: não houve nem política industrial baseada em câmbio desvalorizado como também o BCB permitiu, embora de forma gerenciada, que a taxa de câmbio variasse ao longo do período. Tal situação levou a uma valorização praticamente constante de tal taxa entre meados de 2002 e meados de 2011 (com exceção do interregno referente à crise financeira internacional de 2008-2009), seguido por uma desvalorização a partir de então.

Assim sendo, o Brasil acometido pela crise sanitária da pandemia da COVID-19 no início do ano de 2020 contava com contas externas saudáveis devido a um grande montante de reservas internacionais acumulado ao longo de mais de vinte anos. Qual o papel que esses ativos tiveram para lidar com a crise internacional e como foram gerenciados pelo Banco Central do Brasil? E a taxa de câmbio, como se comportou? A próxima seção discute essas questões.

### **A dinâmica das reservas internacionais e da taxa de câmbio em meio à crise sanitária de 2020**

O primeiro caso de contaminação pelo coronavírus no Brasil foi documentado no dia 26.02.2020 em São Paulo (Ministério da Saúde, 2020). A partir de então, e principalmente no mês seguinte, houve intensa turbulência no

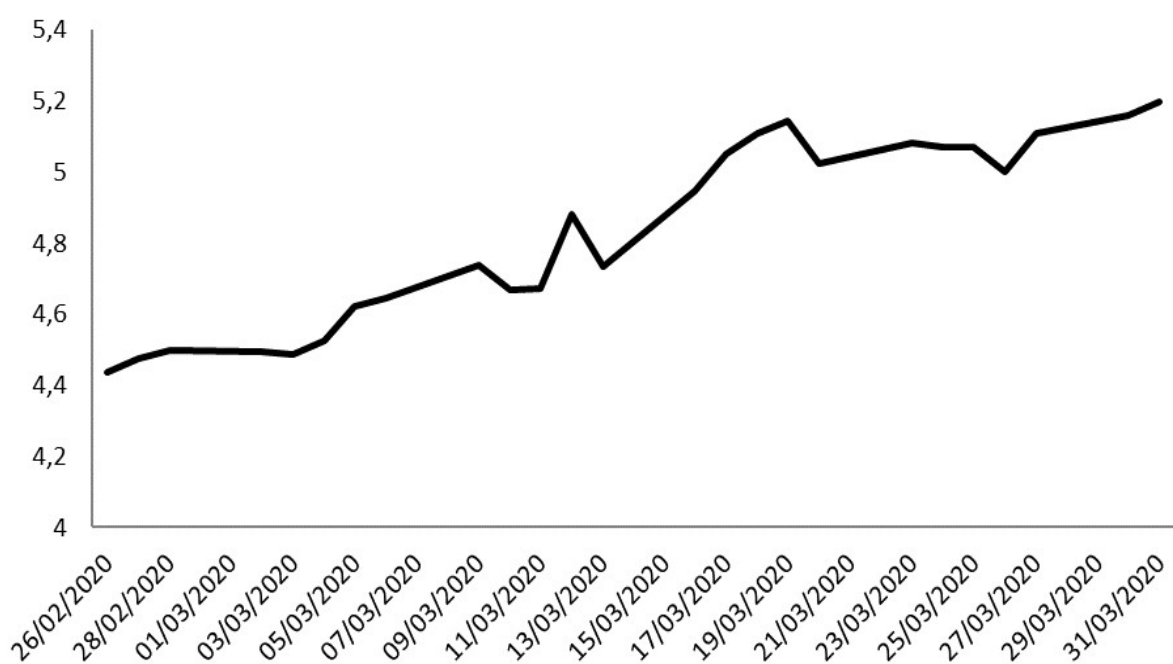


mercado financeiro do país. A Bolsa de Valores B3 chegou a registrar cinco *circuit breakers* em seis pregões nas primeiras duas semanas de março – em linha com os mercados globais. Naquele momento, as incertezas acerca da gravidade da pandemia, potencial de crescimento do contágio no mundo e indisponibilidade de vacinas ou remédios eficazes para tratamento da doença desencadearam uma grande onda de temor global acerca das consequências que o então novo coronavírus poderia trazer às economias globais.

Dado o temor global, um dos primeiros impactos que sofreu a economia brasileira foi no que tange à taxa de câmbio, a qual desvalorizou, em termos nominais, 17,1% em pouco mais de um mês, conforme gráfico 1.

Por conta da desvalorização cambial considerável a partir do fim de fevereiro, o Banco Central do Brasil atuou fortemente no mercado cambial. Para se ter uma ideia, o Demonstrativo de variação das reservas internacionais, documento produzido mensalmente pelo Banco, aponta que somente naquele mês as intervenções cambiais somaram US\$ 22,5 bilhões, sendo US\$ 10,7 bilhões de intervenções do tipo pronto (realizadas no mercado interbancário à vista), US\$ 7,6 bilhões em linhas com recompra e US\$ 4,2 bilhões em empréstimos e operações compromissadas em moeda estrangeira. Considerando tais intervenções e outras entradas e saídas, o montante mantido pelo Brasil em reservas internacionais variou negativamente US\$ 19,3 bilhões somente em

**Gráfico 1: Taxa de câmbio livre – Dólar americano (compra)**



Fonte: BCB.





março de 2020, no início da crise, passando de um total de US\$ 362,5 em fevereiro para US\$ 343,2 no final de março.

Com a constante desvalorização cambial ao longo dos demais meses do ano, o BCB seguiu intervindo com o objetivo de suavizar a trajetória do câmbio – embora com força menor do que aquela verificada no mês de março. As intervenções que haviam somado US\$ 22,5 bilhões nesse mês, caíram para US\$ 5,9 bilhões em abril e tornaram-se positivas entre os meses de maio e setembro, com destaque para variação líquida positiva nas intervenções sob a forma de linhas com recompra e empréstimos e operações compromissadas em moeda estrangeira.

Em abril, o presidente do BCB, Roberto Campos Neto, reconheceu que, enquanto países de médio e grande porte poderiam declarar moratória de suas contas externas, a situação do Brasil era bastante diferente, “[...] já que tem reservas suficientes para amainar parte dos impactos da crise econômica provocada pelo fechamento do comércio e pela desaceleração da indústria”<sup>1</sup>. O presidente do órgão, inclusive, alegou ter recebido pressão de dentro do próprio governo para intervir no mercado cambial, utilizando as reservas, para conter o preço da moeda.

Um bom indicador para verificar a relação entre a dinâmica das reservas

internacionais e da taxa de câmbio ao longo de determinado período é o EMP – *Exchange Market Pressure*. Esse indicador mede a variação das reservas internacionais e da taxa de câmbio e pode indicar de forma mais explícita o modo como o Banco Central prefere atuar em dada situação, em especial de crise como foi durante o ano de 2020 no Brasil. Variações positivas (negativas) das reservas indicam valores negativos (positivos) no EMP das reservas internacionais, enquanto desvalorização (valorização) indicam valores positivos (negativos) no EMP cambial. O EMP total é a soma das variações nas reservas internacionais e na taxa de câmbio. O gráfico 2 explicita essa trajetória.

Como pode ser visto, no alvorecer da crise, durante os meses de março a maio, a resposta do câmbio via desvalorização foi mais forte do que a perda de reservas. No segundo semestre a situação alterou-se, com uma maior oscilação cambial, mas com as reservas mantendo-se em patamar praticamente constante a partir de maio. Em nível, e embora sofrendo com oscilações recorrentes de apreciação e depreciação, o câmbio, nos meses subsequentes, manteve-se relativamente mais desvalorizado na comparação com a conjuntura do início da pandemia no Brasil.

No fim das contas, ao longo de todo o conturbado ano de 2020, o montante mantido

1. BC defende uso de reservas e fala em moratória de países médios. Veja, 18 abr. 2020. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/bc-defende-uso-de-reservas-e-fala-em-moratoria-de-paises-medios/>. Acesso em: 09 mar. 2021.



pelo BCB na forma de reservas internacionais passou de US\$ 359,4 bilhões em janeiro para US\$ 355,6 em dezembro. O vale da trajetória foi o mês de abril (US\$ 339,3 bilhões) – conforme visto – após as fortes intervenções do BCB no mercado de moeda estrangeira nos meses de março e abril.

**No plano externo – e como destacado acima – as boas condições da economia brasileira, principalmente no que tange ao grande volume de reservas internacionais mantidas pelo Banco Central do Brasil – contribuiu para arrefecer as incertezas econômicas do conturbado período.**

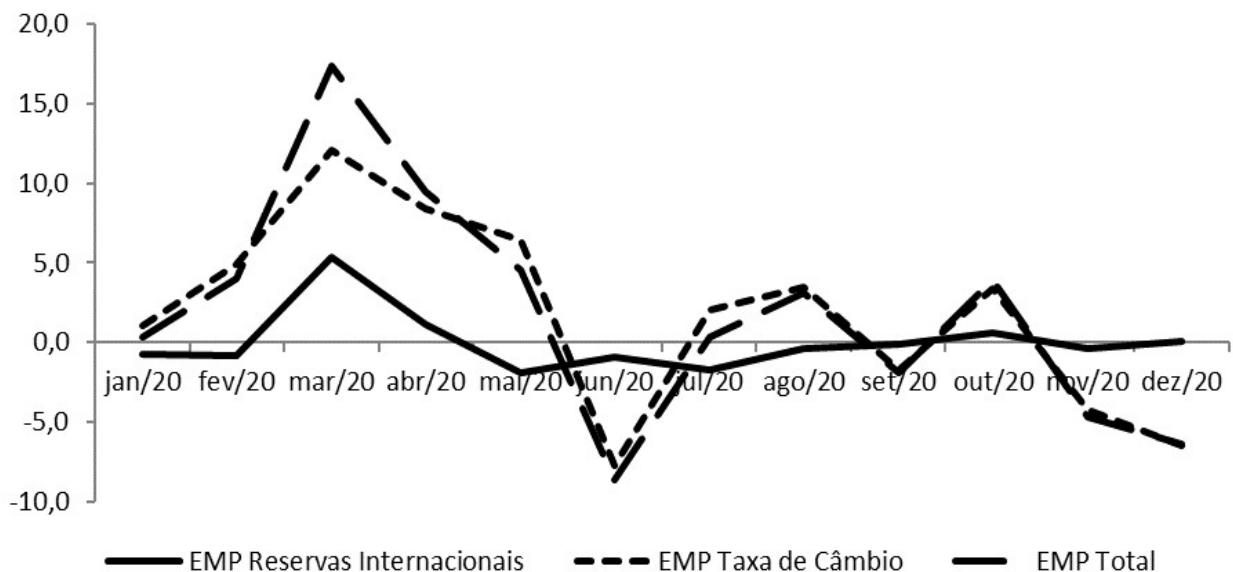
2019. No mesmo sentido, no trimestre móvel finalizado em dezembro de 2020, a taxa de desocupação atingiu 13,9%, considerando pessoas de 14 anos ou mais de idade. Este é um dos maiores valores obtidos na nova série histórica iniciada em 2012.

### Considerações finais

A crise sanitária desencadeada pela pandemia da COVID-19 atingiu de forma incisiva a maioria das economias capitalistas mundiais. O Brasil não fugiu à regra e, segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o produto interno bruto do país caiu 4,1% no ano de 2020, comparativamente a

No plano externo – e como destacado acima – as boas condições da economia brasileira, principalmente no que tange ao grande volume de reservas internacionais mantidas pelo Banco Central do Brasil – contribuiu para arrefecer as incertezas econômicas do conturbado período. Nos meses de março e abril, principalmente, o BCB interviu no mercado cambial a fim de preservar

**Gráfico 2: Exchange market pressure – Reservas internacionais e taxa de câmbio real (US\$)**



Fonte: elaboração própria a partir de dados do BCB.



o valor da moeda brasileira e evitar intensa depreciação. Embora nos cinco meses subsequentes as intervenções líquidas do BCB tenham sido positivas, no último trimestre do ano o Banco voltou a atuar mais fortemente, dadas as incertezas acerca da aceleração da então cada vez mais provável segunda onda de contágios causados pelo coronavírus.

A teoria pós-keynesiana – remetendo ao conceito de Keynes acerca da preferência pela liquidez – afirma que em momentos de turbulências nos mercados financeiros globais é provável que haja fuga de capitais da periferia capitalista para os grandes centros financeiros globais, em especial para aqueles ativos denominados em dólares. O grande colchão de liquidez externa, entretanto, acumulado pelo Brasil ao longo das últimas duas décadas, serve como seguro e proteção em meio à crise global – conforme prediz o motivo precaucional para demanda de moeda/reservas internacionais. Já no que diz respeito ao câmbio, notou-se uma grande volatilidade em direção à depreciação, o que pode ser explicado não apenas pelo contexto de incerteza global, mas também por fatores internos, como o diferencial de juros, por exemplo. O que fica claro, no entanto, é que as condições referentes às contas externas brasileiras – em especial o montante mantido pelo país na forma de reservas internacionais – afastam a possibilidade de crises cambiais ou de balanços de pagamentos – bem como

traumas de um passado não tão distante.

### Referências bibliográficas

AIZENMAN & LEE. **International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence**. NBER Working Papers, No. 11366, 2005.

BC defende uso de reservas e fala em moratória de países médios. **Veja**, 18 abr. 2020. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/bc-defende-uso-de-reservas-e-fala-em-moratoria-de-paises-medios/>. Acesso em: 09.03.2021.

CALVO & REINHART. Fear of floating. **The Quarterly Journal Of Economics**, Vol. CXVII, 2002.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. The accumulation of international reserves as a defense strategy. IN: GRIFFITH-JONES, Stephany, OCAMPO, José Antonio, STIGLITZ, Joseph E. **Time for a visible hand. Lessons from the 2008 World Financial Crisis**. New York: Oxford University Press, 2010.

Discurso da Presidenta da República, Dilma Rousseff, durante Compromisso Constitucional perante o Congresso Nacional. **Biblioteca da Presidência da República**, 2011. Disponível em: <http://www.biblioteca.presidencia.gov.br/presidencia/ex-presidentes/dilma-rousseff/discursos/discursos-da-presidenta/discurs-o-da-presidenta-da-republica-dilma-rousseff-durante-compromisso-constitucional-pe>



rante-o-congresso-nacional. Acesso em: 09 mar. 2021.

Discurso do Presidente da República, Luiz Inácio Lula da Silva, na abertura do seminário Investing in Brazil Summit Identifying Opportunities in the New Economic. **Biblioteca da Presidência da República**, 2009. Disponível em: <http://www.biblioteca.presidencia.gov.br/presidencia/ex-presidentes/luiz-inacio-lula-da-silva/discursos/2o-mandato/2009/05-11-2009-discurso-do-presidente-da-republica-luiz-inacio-lula-da-silva-na-abertura-do-seminario-investing-in-brazil-summit-identifying-opportunities-in-the-new-economic/view>. Acesso em: 09 mar. 2021.

Guido Mantega diz que dólar dá prejuízo às reservas brasileiras. **Correio Braziliense**, 13 nov. 2010. Disponível em: [https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/11/13/internas\\_economia,222977/guido-mantega-diz-que-dolar-da-prejuizo-as-reservas-brasileiras.shtm](https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2010/11/13/internas_economia,222977/guido-mantega-diz-que-dolar-da-prejuizo-as-reservas-brasileiras.shtm). Acesso em: 09 mar. 2021.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., 1996.

Meirelles: reservas garantiram que Brasil enfrentasse crise com câmbio tranquilo. **Estado de Minas**, São Paulo, 19 set. 2016. Disponível em: <https://www.em.com.br/app/noticia/economia/2016/09/19/>

internas\_economia,805625/meirelles-reservas-garantiram-que-brasil-enfrentasse-crise-com-cambio.shtml. Acesso em: 09 mar. 2021.

OSAKABE, Marcelo. Temer diz que não há risco de crise cambial no Brasil. **O Estado de S. Paulo**, São Paulo, 07 jun. 2018. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,temer-diz-que-nao-ha-risco-de-crise-cambial-no-brasil,70002342129>. Acesso em: 09 mar. 2021.

Resposta nacional e internacional de enfrentamento ao novo coronavírus. **Ministério da Saúde**. Disponível em: <https://coronavirus.saude.gov.br/linha-do-tempo/>. Acesso em: 09 mar. 2021.



## BANCOS PÚBLICOS E POLÍTICA MONETÁRIA: TEORIA E ALGUNS RESULTADOS

André de Melo Modenesi<sup>1</sup>

Professor Associado do Instituto de Economia (UFRJ) e Pesquisador do CNPq

Nikolas Passos

Bolsista da FAPERJ

Faculty of Political and Social Sciences, Scuola Normale Superiore, Florence, Italy

### ÍNDICE

#### Introdução

É feita uma síntese dos principais resultados de Passos e Modenesi (2020). Com base em um modelo de projeção local dependente de estado, testamos a hipótese de que os bancos públicos comprometem a potência da política monetária. Usamos dados mensais da economia brasileira, entre os anos de 2000 e 2018. Nossa contribuição reside no fato de investigarmos o efeito dos bancos públicos na potência da política monetária de forma agregada. Os resultados são robustos e contrariam a hipótese de que o crédito público diminui a potência da política monetária.

Além desta introdução o artigo é dividido em duas sessões e uma conclusão. Na primeira, apresentamos o mecanismo de transmissão da política monetária. Na segunda, resenhamos a literatura sobre o efeito dos bancos públicos e do crédito direcionado sobre a potência da política. Por fim, resumimos nossas principais conclusões.

#### Mecanismo de Transmissão da Política Monetária

A literatura convencional elenca cinco canais através dos quais a política monetária pode afetar a variação do nível geral de preços: a estrutura a termo da taxa de juros; o crédito; as expectativas; o preço dos ativos; e a taxa de câmbio.

Sinteticamente, variações na taxa Selic se transmitem para a inflação por meio dos cinco canais acima. Através desses canais, um estímulo monetário influencia as decisões de investimento, poupança e consumo de bens duráveis e as exportações líquidas que, por sua vez, afetam a demanda agregada e, por fim, o nível geral de preços. No entanto, a descrição convencional desse mecanismo omite o papel crucial desempenhado por fatores microeconômicos – regras de formação de preço, estruturas de mercado e padrões de concorrência etc. – na determinação do nível geral de preços.

A visão convencional sobre os determinantes da inflação possui viés essencialmente macroeconômico. Ela tende a ser problemática devido à presença de, pelo menos, dois elementos cruciais, de ordem

1. Agradeço a assistência de pesquisa de Vitor Soares.



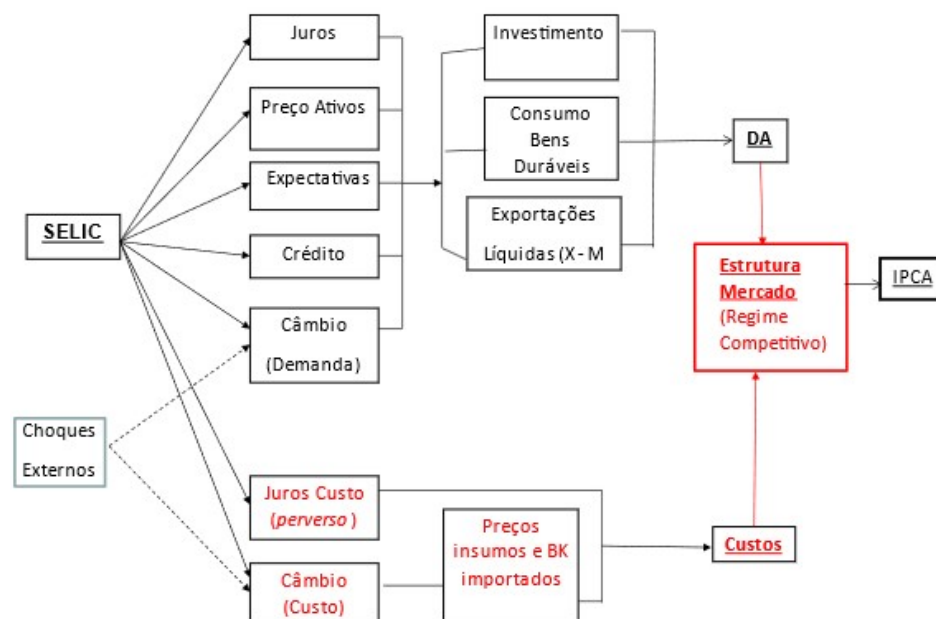
microeconômica, subjacentes à dinâmica da inflação: i) padrões de concorrência distintos do regime de concorrência perfeita (com destaque para os oligopólios) e suas implicações para o repasse de variações de custos para os preços finais; e ii) a rigidez de preço a variações na demanda.

Assim, a concepção monetarista do processo de formação de preços implícita na descrição convencional do mecanismo de transmissão da política monetária omite importantes fatores microeconômicos na determinação do nível geral de preços. Para contornar essa séria limitação, propõe-se uma abordagem integrada micro-macroeconômica, marcadamente heterodoxa, que englobe os fatores omitidos pela ortodoxia.

Na figura 1, além dos cinco canais de transmissão da política monetária contemplados pela teoria ortodoxa, propõe-se a inclusão de canais adicionais, que levem em conta as estruturas de mercado e os padrões de concorrência, como variável explicativa do processo de formação do nível geral de preços.

Particularmente, propõe-se a introdução de dois canais: crédito-custo; e câmbio-custo. O primeiro é um canal perverso: um aumento na taxa de juros contribui para uma elevação da inflação. Trata-se de uma razão para o que a literatura chama de *enigma dos preços*: a evidência empírica mostra que, diante de um choque (positivo) de taxa de juros, a inflação inicialmente se acelera. Esse comportamento, apesar de não encontrar

**Figura 1 – Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: abordagem micro-macroeconômica**



Fonte: Modenesi e Passos (2021).



respaldo na teoria ortodoxa, se tornou espécie de regra em modelos VAR. A explicação convencional é que se trata de um problema de má especificação: as variáveis incluídas no modelo não esgotam o conjunto de informação à disposição do banco central.

Apresentamos aqui uma motivação alternativa para o enigma dos preços, fundada na existência do canal de crédito-custo na transmissão da política monetária. Uma elevação da taxa de juros aumenta o custo financeiro de produção das firmas (juros do crédito rotativo) que, dependendo de seu poder de mercado e das condições de demanda, pode ser repassado, em maior ou menor grau, para preços.

Assim, em um primeiro momento, uma contração monetária gera um aumento de custos que tende a se transmitir mais rapidamente para os preços. Posteriormente, uma elevação dos juros desaquece a economia e, finalmente, impacta negativamente a inflação. O enigma surgiria, portanto, de um descompasso entre os efeitos da política monetária sobre os custos de produção – que são mais imediatos – e seus impactos defasados sobre a demanda agregada e, por fim, nos preços.

O canal câmbio-custo funciona com o sinal esperado e reforça o canal câmbio-demanda. Assim, uma valorização cambial – ao tornar mais barata a importação de máquinas, equipamentos e insumos – contribui para uma

redução dos custos de produção. Dependendo das características estruturais e comportamentais do mercado, além das condições de demanda, essa redução dos custos será repassada aos preços finais, concorrendo para o arrefecimento da inflação.

### **Bancos Públicos, Crédito Direcionado e Política Monetária**

A existência da segmentação do crédito entre crédito livre e direcionado é frequentemente apontada como causa da baixa potência da política monetária. Arida (2005) postula que a falta de densidade do mercado de capitais brasileiros não é suavizada pelos bancos públicos, mas sim, acentuada por eles. Os bancos públicos seriam responsáveis pela redução da potência da política monetária. Como as taxas cobradas por esses bancos são menos responsivas à Selic, tomadores de crédito dos bancos públicos seriam protegidos de apertos monetários. Seus gastos sofreriam menores reduções do que no caso em que tomassem empréstimos apenas a taxas de mercado. Assim, o Banco Central deveria impor maiores aumentos da taxa básica de juros para uma dada contração de demanda, considerada necessária para conter o aumento da inflação.

A literatura empírica sobre os efeitos dos bancos públicos para a potência da política monetária é limitada a estudos microeconômicos. Bonomo et al. (2016), principal referência dessa literatura,



argumentam que empresas com acesso ao crédito de bancos públicos são menos afetadas pela política monetária. Nessa linha, Perdigão (2018) verifica menor resposta à política monetária nos setores industriais com maior parcela de crédito direcionado no crédito total.

A base de dados utilizada por Bonomo et al. (2016) não permite avaliar características dos bancos emprestadores, como sua solvência, o que dificulta a identificação do canal analisado pelo trabalho. Para os autores, os efeitos identificados ocorrem por meio do crédito. A oferta de crédito público seria mais estável (em termos de custos e de prazos) do que a oferta de crédito livre, justificando a menor resposta à política monetária de empresas com acesso ao crédito público. O principal motivo apontado para estes resultados é a falta de sensibilidade do juro do crédito direcionado em relação a Selic. Os empréstimos direcionados não estariam inteiramente ligados aos custos de financiamento dos bancos, nem aos fundamentos financeiros dos tomadores, o que permitiria um descolamento entre a taxa cobrada e a taxa de captação.

Ressaltamos que a definição de potência da política monetária é de natureza macroeconômica, e que bases de dados no nível das empresas dificilmente conseguirão captar os efeitos agregados da política

monetária sobre a inflação. Apesar de apresentarem evidências microeconômicas, Bonomo et al. (2016) e Perdigão (2018) não se propõem a mensurar o efeito agregado dos bancos públicos sobre o canal do crédito.

Castro (2018a) questiona a abrangência dos argumentos de Bonomo et al. (2016) devido a apresentação de apenas evidências microeconômicas. A resposta de uma firma à política monetária não depende apenas de seu próprio acesso ao crédito direcionado, mas também ao acesso de todas as demais firmas. O efeito agregado seria a soma dos efeitos microeconômicos de cada firma com os efeitos externos de todas as firmas agindo simultaneamente, o que altera preços de insumos e de bens finais. Estimativas *cross-section* omitem os efeitos externos e, portanto, não são apropriadas para mensurar os efeitos macroeconômicos da política de crédito direcionado.

A desconsideração dos efeitos externos pode ocultar a intensificação dos enigmas dos preços pelo crédito livre. O enigma dos preços pode se originar de choques de oferta, devido ao aumento de custos operacionais causados pelos aumentos nas taxas de juros. Castro (2018a) argumenta que caso haja um intervalo de tempo entre o pagamento da produção e as receitas a partir de vendas, é possível que os choques dos juros atuem pelo canal do crédito-





custo. Caso as reduções na demanda agregada não resultem em reduções de preços suficientes para compensar o aumento dos custos financeiros, os choques de juros podem causar um aumento dos preços finais.

Uma vez que os juros cobrados no crédito direcionado são menos sensíveis à taxa Selic, o canal do crédito-custo é menos atuante em firmas com maior acesso ao crédito direcionado. Assim, o crédito direcionado teria um efeito dúbio para a política monetária. Por um lado, a menor volatilidade dos juros garante que o acesso ao crédito direcionado resulte em uma menor redução da produção, após choques contracionistas. Por outro, o acesso ao crédito direcionado reduz a intensidade dos choques de custos. Assim, o crédito direcionado pode garantir uma maior resiliência da demanda agregada e uma redução do enigma dos preços. Na ausência do crédito direcionado, após choques de política monetária a produção pode responder mais e a inflação responder menos (Castro, 2018b).

Por meio da redução dos juros para o investimento, a existência da TJLP visava o aumento da participação do investimento no produto e uma redução da participação do consumo. Por este motivo, argumentou-se que manutenção da TJLP em níveis baixos afetava positivamente o produto potencial no longo prazo, ao permitir maior crescimento do estoque de capital. Por este canal, os impactos de curto prazo do crédito direcionado sobre a

potência da política monetária poderiam ser compensados ao se permitir que o produto potencial se amplie, reduzindo o impacto de pressões de demanda sobre a inflação.

Castro (2018b) também pondera que, devido a um menor deslocamento na oferta, o direcionamento de crédito não necessariamente reduz a potência da política monetária – em termos da inflação. Para testar esta hipótese, o autor calibra com dados da economia brasileira um modelo DSGE em que o crédito direcionado financia o investimento das firmas. Com a existência do crédito direcionado, há uma redução da resposta da produção, mas que não se traduz inteiramente em uma redução na resposta da inflação. O autor relaciona tais resultados tanto a um menor deslocamento no estoque de capital como na oferta de trabalho. Assim, a redução dos efeitos da política monetária sobre o produto é maior do que aquela sobre a inflação, implicando menor taxa de sacrifício. Segundo o autor, este é um resultado positivo para a condução da política monetária, uma vez que permite obter uma mesma queda na inflação, a partir de menor queda no produto.

### **Considerações finais**

Nossos resultados são sumariados na tabela 1. Os períodos de alto crédito dos bancos públicos apresentam enigma dos preços menor e menos persistente. Isto é, a potência da política monetária é maior. Durante os períodos de alto crédito dos bancos



públicos o controle da inflação está associado a uma menor queda do PIB. Ou seja, a taxa de sacrifício da política monetária é menor nos períodos em que os bancos públicos são mais atuantes do que nos períodos de alto crédito dos bancos privados. Dito de outra forma, o efeito (baixista sobre a inflação) acumulado de uma alta da Selic é mais intenso nos momentos de alto crédito dos bancos públicos. Além disso, a queda acumulada do PIB, resultante da elevação da Selic, é menor quando os bancos públicos emprestam mais.

**Tabela 1 – Síntese dos Resultados para períodos de**

Banco	Alto Crédito	
	Público	Privado
Inflação	Enigma dos preços Inicial/não Persistente	Enigma dos preços Persistente
PIB	Queda média	Queda alta

**Fonte: elaboração própria**

Em suma, a hipótese de que os bancos públicos diminuem a potência da política monetária não é corroborada pela evidência empírica. Antes pelo contrário, os bancos públicos não só tornam a política monetária mais eficaz, como também, reduzem o custo do combate à inflação.

### Referências bibliográficas

Arida, P. (2005). Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas

de política econômica. E.L. Bacha e L.C. de Oliveira Filho (Orgs), *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contracapa.

Bonomo, M., Martins, B., et al. (2016). The impact of government-driven loans in the monetary transmission mechanism: what can we learn from firm-level data? *Banco Central do Brasil, Texto para discussão n°*, 419.

Castro, P. (2018a). *Chapter 1: Earmarked credit and monetary policy power: micro and macro considerations*. PhD thesis, PUCRio, Rio de Janeiro.

Castro, P. (2018b). *Chapter 2: Earmarked credit, investment and monetary policy power*. PhD thesis, PUC-Rio, Rio de Janeiro.

Modenesi, A.M. e Passos, N (2021). “Bancos Públicos e Política Monetária: teoria e alguns resultados com base em projeções locais dependentes de estado”. TD. IE/UFRJ. TD 008|2021

Perdigão, B. (2018). *Essays on Monetary Economics and Banking*. PhD thesis, PUC-Rio, Rio de Janeiro.

Passos, N. e Modenesi, A.M. (2020). “Do public banks reduce monetary policy power? Evidence from Brazil based on state dependent local projections (2000-2018)”. *International Review of Applied Economics*, v.1, pp. 1-18”.



## CONVENÇÃO PARA O DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL: UMA REFLEXÃO

Carmem Feijó

Professora Titular (UFF), Pesquisadora CNPq e Coordenadora do FINDE/UFF

Marco Crocco

Professor Titular (UFMG), Presidente do Parque Tecnológico de Belo Horizonte e Pesquisador do FINDE/UFF

Carlos Henrique Horn

Professor Associado (UFRGS) e Pesquisador do FINDE/UFF

Fernanda Feil

Doutoranda em Economia (UFF), Bolsista da FAPERJ 10 e Pesquisadora do FINDE/UFF

### ÍNDICE

#### Introdução

A crise econômica, social e ambiental intensificada pela Covid-19 pode ser vista como uma oportunidade, senão que como uma exigência, para recolocar o desenvolvimento econômico e as mudanças nas estruturas produtivas e sociais no foco das políticas públicas. A crise financeira global de 2008-09, a estagnação econômica no quadro das reformas neoliberais, a atual crise sanitária e a iminência de catástrofes ambientais apontam a necessidade do resgate de estratégias efetivas de desenvolvimento lideradas pelo Estado e suas instituições.

Neste contexto, há que se repensar o papel do Estado, em consonância com as políticas macroeconômicas, as instituições e as ferramentas públicas disponíveis. A par do

escopo das políticas macroeconômicas – fiscais, monetárias, cambiais –, a economia política terá um papel essencial na formulação de estratégias e medidas que avaliem riscos ambientais e sociais associados às mudanças no atual formato econômico. Urge inscrever na agenda questões de desigualdades regionais, setoriais e sociais e temas do meio ambiente e da sustentabilidade do modo de produção. A

**A coordenação entre as políticas macroeconômicas e o objetivo amplo do desenvolvimento deve se expressar numa *nova convenção para o desenvolvimento sustentável*, que ajude o Brasil a superar a trajetória de saltos de crise em crise que marcou as últimas quatro décadas."**

coordenação entre as políticas macroeconômicas e o objetivo amplo do desenvolvimento deve se expressar numa **nova convenção para o desenvolvimento sustentável**, que ajude o Brasil a superar a trajetória de saltos de crise em crise que marcou as últimas quatro décadas.

Uma das mais necessárias mudanças nesse sentido é que o Estado atue como planejador de longo prazo de forma coordenada e sinérgica com os demais agentes



econômicos. Central a qualquer projeto dessa monta, a redução das emissões de carbono deve ensejar um processo de **transição verde**, com a passagem de uma economia intensiva para outra de baixa-intensidade em dióxido de carbono, que imponha limite ao aquecimento global. O Acordo de Paris objetiva restringir o aumento da temperatura a 2°C acima dos níveis pré-industriais até 2050 por meio de um plano ousado que implica rápida transformação produtiva e de consumo na sociedade. Os desafios impostos pelo Acordo de Paris combinam uma conversão a processos e comportamentos de produção favoráveis ao meio ambiente, criações de novas tecnologias e infraestrutura para substituir as atuais, sendo, portanto, necessário uma maciça realocação de capital. Tal processo demandará financiamento, benefícios fiscais para atividades selecionadas, crédito barato e subsídios.

Caberá ao Estado sinalizar a retomada do crescimento, criando expectativas positivas para a recuperação futura da estrutura produtiva e até mesmo [re]lançando o processo histórico de desenvolvimento, incentivando a convenção para o desenvolvimento sustentável, agora com foco na transição verde com inclusão social. Políticas fiscais, monetárias e financeiras deverão ser ativadas para alcançar essa transição, cujo escopo e natureza requerem a coordenação estatal com o propósito de

socializar o investimento. E instituições públicas sólidas e capazes de enfrentar tais desafios são fundamentais para o sucesso da transição verde. A transição para um mundo com zero emissões líquidas de carbono envolve mudança profunda com completa reordenação do modo de produção. Não decorrerá gradualmente da condução de uma mão invisível, mas exigirá intencionalidade – vale dizer, projeto coletivo, planejamento e coordenação. Reformas econômicas e políticas serão necessárias a fim de minimizar os impactos sociais, econômicos e financeiros adversos. Isso porque a transição verde requer novos setores de atividade com menos emissões de gases de efeito estufa, o que significa que a maioria das indústrias líderes atualmente existentes serão extintas ou terão que se readaptar de modo considerável. Dentre as dificuldades na construção de uma convenção para o desenvolvimento sustentável impulsionada pelo Estado e com a participação da sociedade civil, ONGs, setor privado, setor financeiro, inscreve-se o fato de que os setores terão diferentes tempos de maturação para se adaptarem às metas estabelecidas na Cop 21 (Conferência das Nações Unidas sobre as Mudanças Climáticas de 2015). Haverá fechamento de setores tradicionais e criação de novos da economia.

Nesse processo, uma nova estrutura de financiamento deve ser modelada. Este é nosso tema específico neste artigo. O sistema



financeiro pode desempenhar papel central na transição verde, dada sua capacidade de impulsionar investimentos para as mudanças estruturais baseadas em inovação e eficiência ambiental. No entanto, apesar de seu provável protagonismo na transição verde, esta traz riscos à estabilidade do sistema financeiro que só recentemente foram considerados (Carney, 2015). O risco de *stranded assets* (ativos que sofrem baixas inesperadas ou prematuras, desvalorizações ou conversão para passivos) está se tornando uma característica frequente, regular e disseminada no sistema econômico. Assim, o sucesso na transição para uma economia limpa pode gerar um paradoxo pelo qual o sucesso acaba por ser um fracasso. Ou seja, um rápido movimento em direção a uma economia de baixo carbono poderia prejudicar materialmente a estabilidade financeira. Uma reavaliação geral das perspectivas, à medida que os riscos relacionados ao clima são reavaliados, poderia desestabilizar os mercados, desencadeando um ciclo de perdas e levando a problemas persistentes nas condições financeiras – processo que Carney (2018) chamou de momento climático de Minsky.

### **A transição verde e a convenção de desenvolvimento: o papel dos bancos de desenvolvimento**

O processo de transição verde depende de uma mudança na estrutura de financiamento para redirecionar investimentos

para projetos limpos e garantir que a mudança não afete a estabilidade do sistema financeiro devido à sua alavancagem atual em setores intensivos em emissão de CO<sub>2</sub>.

Nesse sentido, entende-se que os bancos de desenvolvimento são essenciais para garantir o financiamento da transformação produtiva. Eles devem agir intencionalmente, orientados por uma missão de conversão da estrutura produtiva, e, portanto, agindo inseridos em um Estado que promova a mudança estrutural da economia. (Mazzucato e MacFarlane 2019) A intencionalidade ou missão do banco de desenvolvimento, é um conceito de política pública que reflete a orientação estratégica para a ação, integrada a políticas macroeconômicas, industriais, de inovação e de financiamento. Além disso, como defendemos aqui, os bancos de desenvolvimento agem de forma mais eficiente articulados a um projeto de política nacional para promover o desenvolvimento.

Bancos de desenvolvimento são instituições que, a princípio, têm experiência em fornecer recursos de longo prazo. Por sua atividade sistemática em prover volumes de financiamento para a formação de capital fixo, acumulam conhecimento, mesmo que tácito em vários casos, sobre a estrutura e os atores da economia, constituindo, assim, uma fonte de inteligência que deve ser adequadamente mobilizada no planejamento e execução de políticas públicas. Desde que efetivamente



integrados a uma estratégia de desenvolvimento coordenada – refletida na convenção para o desenvolvimento sustentável, essa experiência credencia os bancos de desenvolvimento para atuarem como um importante braço da política pública, ajudando a operacionalizar projetos e redesenhar a estrutura produtiva onde atuam. Essa atividade pode ter impacto estrutural que em muito supera a meritória mitigação dos efeitos de crises financeiras, as ações contracíclicas ou a atenuação das falhas de mercado. Em uma palavra, bancos de desenvolvimento devem se comportar como agentes de transformação da atividade produtiva, especialmente no processo de transição verde que requer financiamentos de longo prazo em novos setores.

Assim, entende-se que o papel dos bancos de desenvolvimento numa estratégia de criação de uma nova convenção de desenvolvimento sustentável junto ao Estado não se limita ao financiamento de projetos específicos, devendo desempenhar um papel importante na coordenação das políticas públicas, reduzindo problemas associados à informação, ou seja, mitigando a incerteza na visão Keynes-Knight, e fomentando um estado de confiança que expande a oferta de liquidez. Essa expansão da liquidez é orientada não só para incentivar empresas e cadeias produtivas, mas também para permitir transformações estruturais que reforcem a transição verde e

promovam novos arranjos produtivos que melhorem o desenvolvimento e a redução das desigualdades setoriais, sociais e regionais.

### **O papel do banco central: uma proposta**

Além dos bancos de desenvolvimento, a construção de uma nova convenção de desenvolvimento sustentável, ancorada na transição verde, deve prever a reformulação do papel dos bancos centrais. Em última análise, os bancos centrais deverão agir como ‘salvadores climáticos de último instância’, como indicado por Bolton et al. (2020) em "O Cisne Verde". Os autores argumentam que eventos causados por “cisnes verdes” afetam a saúde do sistema financeiro e podem exigir que os bancos centrais comprem ativos.

Num contexto de mudança profunda na estrutura produtiva, a autoridade monetária deve desenvolver uma política que denominamos de "Flexibilização Quantitativa Verde". Ou seja, para garantir que a mudança estrutural necessária na transição verde não afete o sistema financeiro, os bancos centrais deveriam desempenhar um papel fundamental ao auxiliar o sistema financeiro por meio da compra de ativos depreciados devido à rápida transição climática, com a condição de que este pacote de resgate seja direcionado para o financiamento de projetos de sustentabilidade ambiental ou indústrias verdes.

A Flexibilização Quantitativa Verde seria uma política inspirada no *Quantitative Easing*,



inicialmente implementada pelo Banco do Japão no início do século, e disseminada pelo Federal Reserve, o banco central dos EUA e, posteriormente, pelo Banco Central Europeu, para lidar com a crise financeira iniciada no biênio 2007/2008 e a subsequente crise do euro nos anos seguintes. Funciona como uma injeção de liquidez na economia por meio da compra de ativos de instituições financeiras. A flexibilização quantitativa verde seria implementada com os mesmos princípios, mas direcionada ao processo de transição climática. Além disso, o banco central emitiria títulos para capitalizar banco de desenvolvimento e garantir que as instituições possam financiar os projetos necessários para a transição verde sem esbarrar nos obstáculos decorrentes do mercado de crédito privado.

#### **Reunir bancos de desenvolvimento e banco central na nova convenção de desenvolvimento sustentável: uma proposta**

A Flexibilização Quantitativa Verde é um instrumento vital para o financiamento de bancos de desenvolvimento. Isso porque, ao assumir a missão de financiar a transição verde como projeto para a construção da nova convenção de desenvolvimento sustentável, os bancos de desenvolvimento enfrentarão o duplo desafio de capitalização e disponibilidade de recursos. Títulos públicos especiais, emitidos pelo banco central, poderiam capitalizar os bancos de desenvolvimento – “Títulos de

Desenvolvimento.

Por fim, deve-se acrescentar que o processo de transição verde deve mudar a forma de produção e consumo da sociedade. A ação do Estado direcionando e incentivando esse processo é vital. Nesse sentido, cabe ao Estado planejar e liderar esse processo. Para isso, suas principais instituições financeiras devem operar de forma eficiente, incluindo o banco de desenvolvimento, trabalhando como agência de desenvolvimento, e o banco central, trabalhando como credor de última instância para a transição verde. Os kits de ferramentas do Estado devem estar direcionados para uma nova convenção para o desenvolvimento sustentável. O nível de investimento na transição verde, o financiamento necessário e a operação do banco de desenvolvimento devem funcionar seguindo as orientações macroeconômicas. A coordenação das políticas internas é essencial para que a transição verde seja efetiva.

#### **Referências bibliográficas**

Bolton, Patrick, Morgan Despres, Luiz Awazu Pereira da Silva, Frédéric Samama, and Romain Svartzman. 2020. *The Green Swan: Central Banking in the Age of Climate Change*.

Carney, Mark. 2015. *Breaking the Tragedy of the Horizon-Climate Change and Financial Stability*.

Carney, Mark. 2018. *A Transition in Thinking and Action*.



## TRANSIÇÃO VERDE EM PAÍSES EMERGENTES: A EMISSÃO DE *GREEN BONDS* PELO BRASIL E CHINA

Juliana Lima de Deus  
Doutoranda em Economia Aplicada (CEDEPLAR/UFMG), Bolsista da FAPEMIG e Pesquisadora do FINDE/UFF

Marco Crocco  
Professor Titular FACE (UFMG) e CEDEPLAR (UFMG), Presidente do Parque Tecnológico de Belo Horizonte (BH-Tec) e Pesquisador do FINDE/UFF

Fernanda Faria Silva  
Professora Permanente ICOSA (UFOP) e PPEA (UFOP)

### ÍNDICE

#### Introdução

Os padrões de consumo e de produção adotados ao redor do mundo têm ocasionado incontáveis perdas de capital natural e um crescimento do nível de gases de efeito estufa na atmosfera. Como resultado, tem sido observada a maior incidência de desastres climáticos com consequências a longo prazo, os chamados *green swans*, somados ao aumento da temperatura global. Muito embora os países desenvolvidos sejam responsáveis pelo maior percentual dos gases enviados à atmosfera, os países em desenvolvimento têm aumentado significativamente sua emissão de CO<sub>2</sub> (GORE, 2015).

Essa preocupação foi reforçada na segunda metade da década de 2010, especialmente com a realização da COP-21. Nela, foi reafirmada a necessidade de planejamento e adoção de novas formas de produção e consumo, levando em consideração fatores econômicos, sociais e ambientais. Através da assinatura do Acordo

de Paris, os países signatários se comprometeram, a limitar o aumento da temperatura global em até 2°C abaixo dos níveis pré-industriais, até o ano de 2030 (GIANFRATE e PERI, 2019).

Levando em consideração as demandas inerentes à transição para uma economia de baixo carbono, o sistema financeiro tem um papel crucial de criar e mobilizar recursos financeiros para investimentos voltados às tecnologias e energias limpas, que contribuam para a descarbonização da economia. Neste sentido, os títulos verdes se colocam como um instrumento financeiro importante para que os países consigam alavancar os recursos necessários para que cumpram os seus compromissos climáticos, através do financiamento de projetos alinhados às questões sustentáveis (BANGA, 2018).

Tendo em vista esta discussão, este *short paper* visa contribuir para a literatura sobre *green finance*, fazendo um esforço comparativo entre dois países emergentes (Brasil e China), com o propósito de responder





às seguintes questões: i) como esses dois países têm buscado alcançar as metas climáticas através da emissão de títulos verdes? ii) Existem diferenças significativas nas estratégias adotadas por eles? Com esta análise, procura-se suprir uma lacuna de estudos sobre esta temática para países emergentes, especialmente para o caso brasileiro.

O presente trabalho está dividido em quatro seções, além desta introdução e das considerações finais. Na segunda seção serão apresentados o panorama e as características do mercado de títulos verdes a nível global. Na terceira, será apresentada uma breve caracterização dos mercados de títulos verdes do Brasil e da China, seguida da seção quatro, na qual serão apresentados alguns dados e as discussões a respeito dos mesmos.

### **Panorama geral e características do mercado de títulos verdes**

Há pouco mais de uma década, os títulos verdes surgiram com o objetivo de mobilizar recursos incrementais para o financiamento a longo prazo, de projetos que visam construir uma infraestrutura sustentável (BACHELET, *et. al.*, 2019). Embora não exista um padrão comum para definir o que são os títulos verdes, o *International Capital Market*

*Association* (ICMA) desenvolveu uma diretriz intitulada *Green Bond Principles* (GBP) que define essa classe de títulos como “[...] *any type of bond instrument where the proceeds will be exclusively applied to finance or re-finance, in part or in full, new and/or existing eligible green projects [...]*” (Ibidem, 2018, n. p.).

A introdução dessa diretriz, pelo ICMA, foi um catalisador para o crescimento do mercado de títulos verdes. Em 2019, as emissões deste instrumento alcançaram um novo recorde global de US\$ 257,7 bilhões, sendo 17% deste volume referente a títulos verdes certificados (FENDER *et. al.*, 2019). A certificação se caracteriza como um processo em que se comprova que os rendimentos obtidos através dos títulos verdes serão de fato utilizados para financiar atividades alinhadas aos objetivos climáticos (DESCHRYVER E MARIZ, 2020).

Muito embora este mercado tenha apresentado um crescimento significativo, seu tamanho ainda é relativamente pequeno se comparados a outros mercados de títulos e os desafios que precisam ser enfrentados. Alguns fatores têm sido apontados como as principais barreiras para o crescimento desse mercado: a falta de um arranjo institucional para o gerenciamento dos títulos verdes, a questão do tamanho mínimo e escala, os altos custos de

**Muito embora este mercado tenha apresentado um crescimento significativo, seu tamanho ainda é relativamente pequeno se comparado a outros mercados de títulos e os desafios (climáticos) que precisam ser enfrentados.**



transação associados à percepção de incerteza quanto aos benefícios na emissão de títulos e o *greenwashing*<sup>1</sup> (BANGA, 2018; DESCHRYVER E MARIZ, 2020).

Além disso, é necessário que as instituições, públicas ou privadas, sejam incentivadas através de políticas públicas ao nível microeconômico e macroeconômico, a financiar projetos sustentáveis a partir da emissão de títulos verdes (BARUA E CHIESA, 2019). Pelo lado da demanda, os investidores precisam ter a percepção de que o mercado de títulos verdes é mais vantajoso que o de títulos comuns. Segundo Fender, *et. al.* (2019), essas vantagens podem ser percebidas através da análise comparativa entre os títulos verdes e seus respectivos pares não-verdes, segundo três importantes aspectos de elegibilidade: o retorno, a liquidez e a segurança.

Nesta mesma linha, Bachelet, *et. al.* (2019) analisaram algumas características dos títulos verdes em comparação com os títulos convencionais. Ao considerarem o tipo de emissor (público ou privado), os autores concluíram que os títulos verdes emitidos pelas instituições públicas, se comparados aos títulos convencionais, apresentam maior liquidez, mas são negociados por um rendimento menor. Quanto aos títulos verdes privados, se comparados com os títulos convencionais,

apresentam um prêmio maior e uma liquidez muito pequena.

Ademais, os determinantes e os obstáculos relativos à capacidade de crescimento do mercado de títulos verdes, principalmente em países de economias emergentes, como é o caso do Brasil e da China, devem ser analisados levando em consideração a capacidade de articular estratégias de incentivo e a coordenação das políticas nacionais adotadas por cada um deles.

### O mercado de títulos verdes no Brasil e na China

Muito embora o crescimento econômico da China tenha sido pautado no uso de energias poluentes de baixo custo, a partir de 2011 o país se comprometeu a aumentar o número de indústrias alinhadas às questões ambientais e reduzir os estresses climáticos causados pelo seu modelo de desenvolvimento (KIDNEY, *et. al.*, 2014). Em 2016, o país fez a sua primeira emissão de títulos verdes, através de seu banco de desenvolvimento, o *Shanghai Pudong Development Bank* e tem, desde então, se consagrado como o maior mercado de títulos verdes do mundo (WANG, *et. al.*, 2019; CBI, 2019).

Em relação à certificação de seus títulos verdes, a China desenvolveu a sua própria diretriz, diferentemente da maioria dos países

1. *Greenwashing* é uma prática que envolve a alegação enganosa ou infundada, por parte de uma empresa, dos benefícios de seus produtos, processos, tecnologias, entre outros, para a o meio ambiente e também quando há um maior dispêndio de tempo e dinheiro com propagandas verdes do que com a adoção efetiva de práticas sustentáveis (DESCHRYVER E MARIZ, 2020).



que seguem o *Green Bond Principles* do ICMA ou o *Climate Bonds Standard* da *Climate Bonds Initiative*. Até 2019, essa diretriz incluía a utilização do carvão, como fonte de energia, como uma das atividades passíveis de financiamento (DESCHRYVER E MARIZ, 2020).

Já em 2020, ao perceberem que a inclusão do carvão em sua diretriz afugentava alguns investimentos e a fim de atrair investimento estrangeiro internacional, o *People's Bank of China* e outras instituições chinesas anunciaram a exclusão dos combustíveis fósseis de sua taxonomia (CBI, 2020a). Além disso, neste mesmo ano, o presidente da China, Xi Jinping, declarou que, até o ano de 2060, o país pretende alcançar a neutralidade de carbono (emissão zero), através da adoção de políticas públicas voltadas à questão climática (MACHADO, 2020).

Além do mercado de títulos verdes chinês, outro que tem recebido atenção, devido ao seu potencial de crescimento, é o brasileiro. A primeira emissão desse instrumento no Brasil foi feita em 2015 pela BRF S/A, empresa do ramo alimentício, que captou €500 milhões no mercado internacional. No ano seguinte, a Suzano Papel e Celulose S/A fez a primeira emissão no mercado interno, no valor de R\$ 1 bilhão e desde então o Brasil já emitiu mais de US\$ 5 bilhões em títulos verdes (BORGES, 2019).

Muito embora as expectativas para o crescimento deste mercado sejam positivas, a Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE - 2018) detectou que os emissores estariam menos propensos a se financiar através deste instrumento, devido ao fato de o mercado secundário ainda ser incipiente, da necessidade de apoio técnico, entre outros fatores. Pelo lado dos investidores, as barreiras estão relacionadas à falta de promoção da liquidez dos títulos, à inexistência de oferta para o segmento em que o investidor atua, à falta de incentivos regulatórios específicos, etc.

Visto isso, a FEBRABAN (2015) propôs alguns caminhos para impulsionar o desenvolvimento deste mercado no Brasil, tais como (i) a criação de diretrizes uniformes para o enquadramento dos títulos verdes, ou seja, se os títulos da empresa emissora estiverem alinhados com as diretrizes, o processo da emissão poderia se tornar menos burocratizados e com isso mais rápidos e (ii) o desenvolvimento de agentes de segunda opinião locais, seguido da melhoria na percepção de risco por parte dos investidores, através de garantias. Sendo assim, na seção seguinte serão apresentados os dados sobre a emissão de títulos verdes pelo Brasil e China, comparativamente, e de que forma a financeirização e as políticas adotadas pelos dois países afetam o desempenho desses dois países no mercado de títulos verdes.



## A evolução dos títulos verdes no Brasil e na China

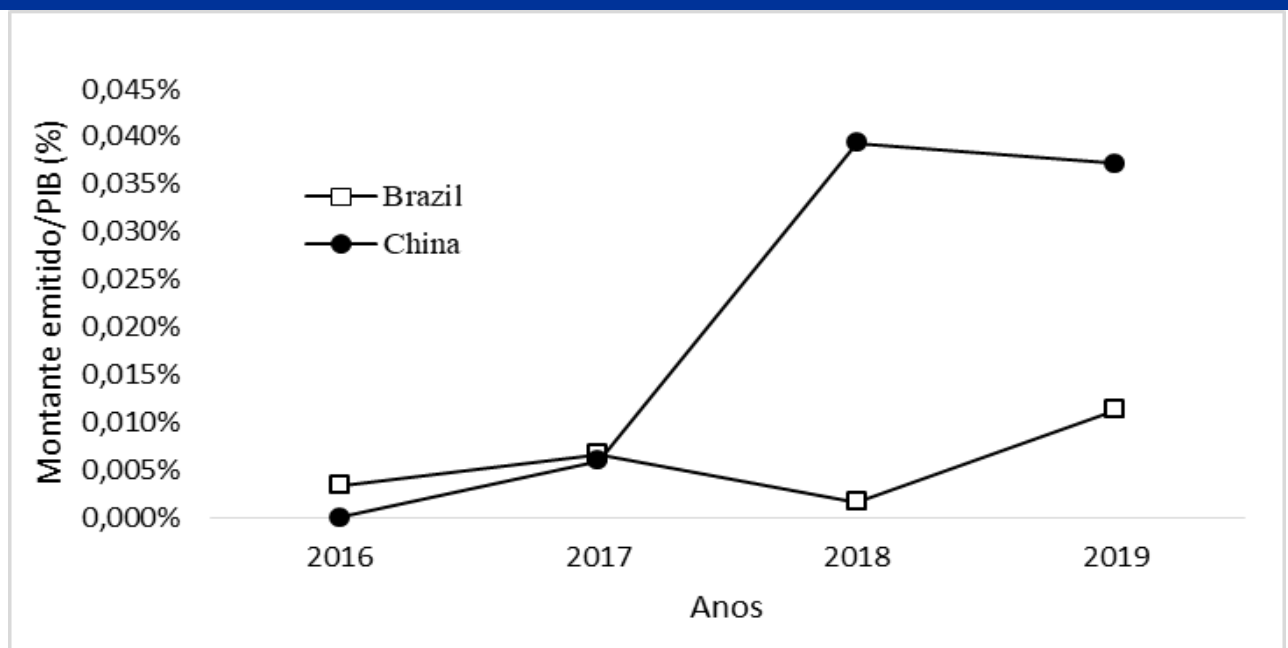
Corroborando com a literatura que aponta a China como um dos maiores mercados de títulos verdes a nível mundial, o Gráfico 1 apresenta o crescimento significativo deste mercado no país, principalmente no intervalo de 2017 a 2018. Para além do fato de que a China conseguiu elevar os objetivos climáticos a nível de política nacional (SCHIPKE, *et. al.*, 2019; MACHADO, 2020), infere-se que este crescimento foi possibilitado pelo fato de que neste país o mercado financeiro passou, gradativamente, a ser considerado uma das bases para o desenvolvimento econômico (PETRY, 2020).

Nesse sentido, diferentemente do que ocorreu em outros países, na China o uso de

instrumentos financeiros para alcançar objetivos de política econômica tem fortalecido o papel do Estado na economia (PAN, *et. al.*, 2020; PETRY, 2020). Os principais fatores institucionais que explicam esse processo na economia chinesa são a reforma (e abertura) do seu sistema financeiro e o fato de que na China o sistema financeiro é amplamente controlado pelo Estado, como também a maioria das instituições financeiras, como bancos, corretoras e companhias de seguros (PAN, *et. al.*, 2020).

No Brasil, por outro lado, o papel do Estado no desenvolvimento econômico tem sido bem diferente do caso chinês. O desmantelamento do papel do Estado a partir dos anos 1990 no Brasil e a prioridade dada à estabilização monetária, enfraqueceu as

**Gráfico 1 – Montante emitido em títulos verdes certificados em relação ao PIB (%) - 2016 a 2019**



**Nota:** Para esta análise foram considerados apenas os dados dos anos de 2016 a 2019, devido ao fato de que nesse período os dois países fizeram emissões de títulos verdes certificados. Além disso, também foi considerado o tamanho da economia de cada um dos países, tendo como medida o Produto Interno Bruto, a US\$ corrente.  
**Fonte:** Elaboração dos autores a partir dos dados da Climate Bonds Initiative (2020b) e World Bank (2020).



tentativas de se coordenar estratégias de planejamento a longo prazo. Para Bruno e Caffé (2017), nas últimas décadas, o Estado brasileiro tem atuado sob forte pressão do neoliberalismo, com apoio da classe política, especialmente pelas reformas estruturais que produziram maior instabilidade macroeconômica, acentuaram um padrão de crescimento ‘*stop and go*’ e aumentaram a vulnerabilidade externa da economia frente aos choques do mercado financeiro internacional (às quais se respondia com juros elevados para atrair o capital estrangeiro ou desestimular a fuga de capitais).

Nesta linha, Bresser-Pereira, *et. al.* (2019) apontam que a prevalência de altas taxas de juros reais no Brasil, por décadas, levou a formação de uma coalizão de interesses dos rentistas-financistas na manutenção de taxas de juros elevadas, já que essas favorecem a valorização da sua riqueza financeira (“financeirização pelos ganhos de juros”). Isso justificaria o fato de que, até o final de 2018, mesmo com a forte redução da taxa de juros reais, em contexto de aguda e prolongada recessão e elevado nível de desemprego, o Brasil ainda tem uma das maiores taxas de juros reais do mundo.

Portanto, as características do processo de financeirização brasileiro e as mudanças no papel do Estado ajudam a compreender a letargia no desenvolvimento do mercado de títulos verdes no Brasil frente à China.

Vislumbra-se, a partir disso, que o mercado de renda fixa no Brasil, em especial o mercado de títulos verdes, necessita de uma maior regulamentação e dinamização, a fim de que os instrumentos com rendimentos de longo prazo sejam mais atrativos para os investidores, como também sejam suporte efetivo no fomento de políticas de mitigação dos riscos climáticos e de redução de carbono, tal qual a China tem conseguido fazer, com relativo êxito.

### **Considerações finais**

O modelo de desenvolvimento econômico adotado pelos países tem sido questionado do ponto de vista das perdas de capital natural e da emissão de gases de efeito estufa para a atmosfera. Frente a este cenário, outros desafios se acumulam no processo de transição verde, tais como o planejamento, a criação de instrumentos, incentivos, inovações de todos os tipos, a demanda e oferta de financiamento (e os altos custos financeiros envolvidos na transição e na mitigação dos impactos climáticos), a incerteza sob vários aspectos.

Os títulos verdes surgem como uma inovação financeira, há pouco mais de uma década, no intuito de auxiliar e mobilizar investimentos para a adoção de tecnologias e energias limpas para o processo de descarbonização da economia. Nos últimos anos, muito embora o mercado de títulos verdes tenha experimentado um crescimento significativo em termos de montante emitido,



gerenciamento dos títulos verdes, a questão do tamanho mínimo e escala, os altos custos de transação associados à percepção de incerteza quanto aos benefícios na emissão de títulos e o greenwashing.

Sendo assim, a fim de entender se existem diferenças significativas entre o mercado de títulos verdes nos dois países e na condução das políticas nacionais frente às mudanças climáticas, o presente trabalho comparou o montante emitido em títulos verdes certificados pelo Brasil e pela China no período de 2016 a 2019, considerando o tamanho das economias, utilizando as informações presentes na base de dados da Climate Bonds Initiative e do World Bank. Conclui-se, portanto, que a China apresentou uma melhor performance em termos de desenvolvimento do mercado de títulos verdes em relação ao Brasil, considerando o montante emitido através deste instrumento. A partir de estudos sobre os casos, percebe-se que os esforços de planejamento do desenvolvimento e coordenação de políticas nacionais (econômica, institucional, industrial), têm sido mais efetivos na China. Além disso, as características do processo de financeirização no Brasil pode configurar como um novo entrave para este mercado, dificultando ainda mais o financiamento da transição verde.

#### Referências bibliográficas

ABDE (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE

DESENVOLVIMENTO). Relatório de Pesquisa com Emissores e Investidores sobre Títulos Verdes no Brasil. 2018. Disponível em: [https://abde.org.br/wp-content/uploads/2018/07/relat%C3%B3rio\\_de\\_pesquisa\\_web.pdf](https://abde.org.br/wp-content/uploads/2018/07/relat%C3%B3rio_de_pesquisa_web.pdf). Acesso em: maio/2020

BACHELET, M. J; BECCHETTI, L; MANFREDONIA, S. The Green Bonds Premium Puzzle: The Role of Issuer Characteristics and Third-Party Verification. Sustainability. v. 11, n. 4, 1098. 2019.

BANGA, J. The green bond market: a potential source of climate finance for developing countries. Journal of Sustainable Finance & Investment. v. 9, n. 1, p. 17- 32. 2018.

BARUA, S; CHIESA, M. Sustainable financing practices through green bonds: What affects the funding size? Business Strategy and the Environment, v. 28, n. 6, p. 1131– 1147. 2019.

BORGES, A. Finanças Sustentáveis: A iniciativa privada assume a responsabilidade. Revista Relação com Investidores, Rio de Janeiro, n. 234, p. 10-18. 2019.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; DE PAULA, L; BRUNO, M. (2019). Financeirização, coalizão de interesses e taxa de juros no Brasil (Discussion Paper 022- IE/UFRJ).

BRUNO, M.; CAFFÉ, R (2017). Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao



desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, v. 26, N. Especial, p. 1025-1062.

BRUNO, M.; CAFFÉ, R (2017). Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. *Economia e Sociedade*, v. 26, N. Especial, p. 1025-1062.

CBI (Climate Bonds Initiative). (2019). China green bond market. Disponível em: [https://www.climatebonds.net/files/reports/china-sotm\\_cbi\\_ccdc\\_final\\_en260219.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/china-sotm_cbi_ccdc_final_en260219.pdf). Acesso: mar. 2020

CBI (Climate Bonds Initiative). (2020a). China's top regulators announce they will exclude fossil fuels from their green bonds taxonomy. It's a major development! Disponível em: <https://www.climatebonds.net/2020/06/chinas-top-regulators-announce-they-will-exclude-fossil-fuels-their-green-bonds-taxonomy-it>.

CBI (Climate Bonds Initiative). (2020b). Certified Bonds Database. Disponível em: <https://www.climatebonds.net/certification/certified-bonds>. Acesso: mar. 2020

DESCHRYVER, P; MARIZ, F. What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market? *Journal of Risk and Financial Management*, v. 13, n. 3, p. 61. 2020.

FEBRABAN. (2015). Green Bonds. Disponível em: [http://gvces.com.br/green-](http://gvces.com.br/green-bonds?locale=pt-br)

[bonds?locale=pt-br](http://gvces.com.br/green-bonds?locale=pt-br).

FENDER, I; MCMORROW, M; SAHAKYAN, V; ZULAICA, O. Green bonds: the reserve management perspective. Bank for International Settlements. 2019. Disponível em: [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1909f.htm](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1909f.htm). Acesso: 18/10/20.

GIANFRATE, G; PERI, M. The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds. *Journal of Cleaner Production*. v. 219, p. 127-135. 2019.

GORE, T. Extreme Carbon Inequality: Why the Paris climate deal must put the poorest, lowest emitting and most vulnerable people first. p. 14. 2015

ICMA (International Capital Market Association). Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds. 2018. Disponível em: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/Green-Bonds-Principles-June-2018-270520.pdf>. Acesso: 16/06/20

KIDNEY, S; OLIVER, P; SONERUD, B. Greening China's bond market. International Institute for Sustainable Development. 2014.

MACHADO, F. A. (2020). China planeja dominar integralmente as tecnologias verdes. *Carta Brasil- China*, ed. 27. Disponível em: <https://cebc.org.br/2020/12/11/economia-chinesa-deve-seguir-forte-nos-proximos-trimestres/>



PAN, F; ZHANG, F; WU, F. (2020). State-led Financialization in China: The case of government guided Investment Fund. *The China Quarterly*, 1-24. DOI:10.1017/S0305741020000880

PETRY, J. (2020). Financialization with Chinese characteristics? Exchanges, control and capital markets in authoritarian capitalism. *Economy and Society* 49(2): 213-238.

SCHIPKE, A; RODLAUER, M; LONGMAI, Z. *The Future of China's Bond Market*. Fundo Monetário Internacional. 2019.

WANG, J; CHEN, X; LI, X; YU, J; ZHONG, R. The market reaction to green bond issuance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*. 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101294>.

WORLD BANK. (2020). GDP (current US\$). Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=BR>. Acesso: mar. 2020





## POSSÍVEIS LIMITAÇÕES DA TEORIA MONETÁRIA MODERNA (MMT) PARA OS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

Júlia Leal

Doutoranda em Economia (UFRJ), Bolsista CAPES e Pesquisadora do FINDE/UFF

### ÍNDICE

#### Introdução

A Teoria Monetária Moderna (*Modern Money Theory*, cuja sigla em inglês é MMT) possui importantes contribuições para o entendimento das finanças públicas e o papel da política fiscal. Esta teoria também busca desmistificar algumas falácias da ortodoxia, como a ideia da necessidade de orçamento equilibrado, limites fiscais e análises errôneas sobre o déficit público. Ao postular que um Estado soberano não depende de arrecadação prévia para gastar pois é emissor de sua própria moeda, a MMT rompe com a visão tradicional de orçamento equilibrado e com a ideia de que o déficit público seja algo necessariamente ruim para a economia. Para a corrente MMTista, o Estado soberano jamais será insolvente na sua própria moeda, podendo, inclusive, sustentar déficits, pois pode financiar sua dívida através da emissão monetária.

Segundo Lavoie (2013), a MMT é uma teoria pós-keynesiana e se encaixa no campo da visão neochartalista, isto é, defende que o Estado cria moeda através dos gastos. A corrente chartalista está dividida entre aqueles que consideram que a origem da moeda está nos contratos e outros que admitem a criação

de moeda pelo Estado através dos gastos (neochartalistas). Wray (2015), um dos principais nomes desta teoria, aponta que as pessoas aceitam a moeda criada pelo Estado pois precisam dela para pagar impostos e outras obrigações. Os impostos seriam, portanto, impulsionadores da demanda por moeda e não apenas uma receita para o governo. De acordo com a MMT, o governo soberano possui plena capacidade na arrecadação e cobrança de impostos.

Apesar das notáveis contribuições, a análise sobre as particularidades dos países em desenvolvimento é deficitária dentro do arcabouço MMTista e esta teoria recebe críticas dentro da própria heterodoxia. Desta forma, a MMT possui um hiato na análise da dinâmica econômica desses países. Os impactos da posição subordinada no Sistema Monetário Internacional (SMI) e a posição das moedas na hierarquia monetária são fundamentais para entender as especificidades presentes nas economias em desenvolvimento, pois esta conjuntura afeta o espaço de política e impõe restrições externas a estas nações.

A MMT não aborda de forma suficiente as limitações de política que alguns países podem enfrentar diante de um SMI



assimétrico. A superioridade das economias desenvolvidas no sentido de terem um sistema financeiro doméstico mais desenvolvido garante um elevado grau de autonomia doméstica e significativa influência sobre as decisões econômicas do resto do mundo. Desta forma, 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 (EPSTEIN, 2019).

### **Hierarquia das moedas como limitador de autonomia política**

A hierarquia monetária apresenta uma distribuição das moedas dos países de acordo com seu grau de liquidez e capacidade de reservar valor. Atualmente, o dólar americano se encontra no topo da hierarquia pois possui um elevado grau de conversibilidade e é a moeda mais utilizada nas transações internacionais. É a moeda-chave do atual SMI e fornece aos seus detentores mais segurança e liquidez. O dólar como moeda-chave da configuração mundial pós-Bretton Woods e a posição de devedor líquido dos Estados Unidos conferem um caráter instável ao SMI, cuja incerteza impacta significativamente os países que são inseridos de forma subordinada.

As moedas dos países em desenvolvimento possuem um baixo prêmio de liquidez e, por isso, se encontram nas posições inferiores da hierarquia. A contrapartida é que essas nações precisam oferecer um

rendimento mais alto e o fazem elevando suas taxas de juros para atrair os investidores internacionais. A posição inferior na hierarquia das moedas prejudica a autonomia das políticas macroeconômicas dos países em desenvolvimento, que são subordinados às decisões internacionais e aos movimentos dos fluxos de capital.

O caráter volátil e pró-cíclico dos fluxos de capital é identificado pela literatura pós-keynesiana como um obstáculo ao bom funcionamento das economias de mercado. 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. Em momentos de incerteza, os investidores internacionais irão preferir denominar seus contratos em moeda forte, ou seja, nas moedas com maior prêmio de liquidez. Quando o apetite ao risco é maior e as expectativas são otimistas, os investidores internacionais irão demandar mais ativos 'arriscados', isto é, aqueles denominados em moedas de baixa liquidez. O maior risco é compensado pelas elevadas taxas de juros oferecidas pelos países que possuem as moedas menos líquidas.

O país que consegue estender sua soberania monetária para o âmbito internacional possui consideráveis vantagens em relação aos demais. Com efeito, os países que detêm este privilégio são os emissores das



moedas mais fortes, ou seja, aquelas que estão no topo da hierarquia. As economias em desenvolvimento absorvem as externalidades geradas pela dinâmica global assimétrica e precisam moldar suas políticas para responder às decisões impostas pelos países de maior soberania. Na contramão, os países desenvolvidos buscam atender somente aos objetivos domésticos e, por isso, possuem uma grande margem de manobra de suas políticas. Desta forma, os países cujas moedas encontram-se nas posições inferiores da hierarquia possuem um espaço de manobra menor para adotar políticas macroeconômicas. Os países em desenvolvimento, como o Brasil, se enquadram neste cenário.

O montante da dívida externa denominada em moeda estrangeira impacta significativamente na taxa de câmbio, na volatilidade dos fluxos de capital e na estabilidade econômica. Os passivos em dólar restringem o espaço de atuação dos bancos centrais para evitar crises de liquidez. Para atenuar este problema, alguns países acumulam volumosas reservas internacionais. O estoque de moeda estrangeira funciona como um sinalizador de liquidez para os investidores internacionais, pois mostra que o banco central pode canalizar as reservas para o mercado e garantir a liquidez. De fato, como mostram Vernengo e Caldentei (2019), os países em desenvolvimento enfrentam riscos de inadimplência em moeda estrangeira

mesmo com taxas de câmbio flutuantes, devido às obrigações externas firmadas em moeda forte como o dólar americano. Esses países também estão sujeitos a déficits em conta corrente e precisam manter um nível robusto de reservas internacionais para amortecer possíveis saídas de capital externo.

O termo 'pecado original' (*'original sin'*), criado por Eichengreen e Hausmann (1999), é utilizado para demonstrar a incapacidade de alguns países utilizarem suas moedas domésticas para obter empréstimos externos ou empréstimos de longo prazo domesticamente. Os países em desenvolvimento tomam empréstimos em moeda forte e assumem os riscos cambiais para atrair os investidores internacionais, visto que são considerados locais de incerteza e alta volatilidade.

Assim, o país que não consegue tomar empréstimos internacionalmente na sua moeda doméstica torna-se mais vulnerável a saídas de capital e volatilidade do câmbio, mesmo que possua moeda soberana. Com o valor da dívida internacional mais caro, o país pode enfrentar problemas de insolvência e vulnerabilidade externa. Assim, os países que possuem grande parte de sua dívida externa denominada em moeda estrangeira são mais propensos a crises e volatilidade cambial.

### **A questão dos regimes cambiais**

Sobre os regimes cambiais, Wray (2015)



afirma que o país que adota um câmbio flutuante possui plena independência de sua política econômica. Relembrando o trilema macroeconômico (ou 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, pois precisa obrigatoriamente administrar seus mecanismos internos para evitar a movimentação cambial. O câmbio flutuante garantiria maior liberdade ao governo na execução de suas políticas. Assim, Wray (2015) sugere que a taxa de câmbio seja flutuante e que os títulos emitidos pelo governo não sejam denominados em moeda estrangeira, para evitar uma possível inadimplência. Na sua visão, os países que possuem soberania monetária e regime de câmbio flutuante não apresentam riscos de insolvência na sua própria moeda.

No entanto, no caso dos países em desenvolvimento, como o Brasil, mesmo com a flutuação do câmbio o espaço de manobra das políticas é reduzido pela necessidade constante de aumentar as taxas de juros. O governo precisa moldar a macroestrutura doméstica de acordo com os interesses externos, restringindo as possibilidades de políticas voltadas para o desenvolvimento interno. Em um mundo globalizado e financeiramente

integrado, as decisões dos países centrais acabam impactando as decisões das demais economias, independentemente do regime cambial adotado. Assim, os países em desenvolvimento se deparam com uma 'dualidade impossível' (FLASSBECK, 2001) ou um 'dilema' (REY, 2013), em oposição à trindade impossível (ou trilema macroeconômico).

Portanto, ao contrário do que é defendido pela MMT, a adoção de um regime de câmbio flutuante não garante a autonomia sobre a política monetária, especialmente nos países em desenvolvimento. Nessas nações, os capitais privados externos possuem grande influência sobre as decisões domésticas (PRATES, 2017; VERGNHANINI e DE CONTI, 2017; EPSTEIN, 2019). Ou seja, a premissa MMTista de que um governo soberano nunca será inadimplente na própria moeda não considera a relação arbitrária entre autonomia de política e interesses dos investidores internacionais no caso das economias em desenvolvimento. Wray (2014a) argumenta que o fato de a MMT não fornecer soluções para os problemas enfrentados pelos países em desenvolvimento não significa que a teoria seja incorreta. Segundo o autor, o governo soberano que utilizar o regime cambial flutuante terá mais aptidão para lidar com as questões domésticas, pois o problema está no 'repasse de inflação' que pode ser gerado pela flutuação do câmbio e uma possível



depreciação. Além disso, o aumento das importações pode impactar o câmbio de forma negativa e engendrar um quadro inflacionário doméstico.

Na verdade, os países em desenvolvimento enfrentam grandes desafios na condução de suas políticas macroeconômicas devido à inserção subordinada no SMI e sua posição inferior na hierarquia monetária. A soberania monetária não é capaz de garantir a autonomia das políticas pois estas nações são muito afetadas pelas decisões externas. Precisam garantir um diferencial de juros elevado para atrair investidores internacionais e ficam sujeitas à volatilidade cambial, déficits em conta corrente e restrições no balanço de pagamentos. Além disso, juros mais altos pressionam a própria dívida interna emitida na moeda doméstica. Portanto, Wray (2015) considera apenas a questão do regime cambial adotado, mas esse não é o único fator importante, visto que a inserção subordinada no SMI e a posição inferior na hierarquia monetária engendram constrangimentos aos países em desenvolvimento.

Em um cenário caracterizado por liberalização financeira e alta mobilidade de capitais, a flexibilização da taxa de câmbio não

é suficiente para fornecer plena autonomia das políticas macroeconômicas nas nações em desenvolvimento. Assim as economias em desenvolvimento que são financeiramente integradas podem encontrar dificuldades em aplicar a MMT na sua totalidade, pois são dependentes da entrada de fluxos de capital e das decisões externas. Com isso, possuem pouco espaço de manobra para conduzir suas políticas para atender uma agenda econômica doméstica. A recomendação de Wray (2015) é que a taxa de câmbio seja completamente flexível, sem intervenções. Porém, em alguns momentos as autoridades monetárias das economias financeiramente integradas precisam intervir para evitar uma saída maciça de capitais e/ou episódios de forte depreciação. Portanto, a MMT possui limitações quando aplicada aos países cuja moeda não é aceita internacionalmente.

#### **Um exemplo: o caso do Brasil**

Durante o regime de bandas cambiais, no período anterior à implementação do tripé macroeconômico, o Brasil possuía um espaço de manobra de suas políticas muito pequeno. A política fiscal estava submetida às regras de austeridade e 'disciplina de mercado' como sinalizadores do comprometimento fiscal. As altas taxas de juros utilizadas para sustentar a

**Na verdade, os países em desenvolvimento enfrentam grandes desafios na condução de suas políticas macroeconômicas devido à inserção subordinada no SMI e sua posição inferior na hierarquia monetária. A soberania monetária não é capaz de garantir a autonomia das políticas pois estas nações são muito afetadas pelas decisões externas.**



paridade evidenciaram o caráter subordinado da política monetária brasileira em relação às decisões internacionais.

A partir de junho de 1999, o governo brasileiro passou a adotar o tripé, isto é, taxa de câmbio flutuante, regime de metas de inflação e superávit primário. O objetivo era aumentar o espaço de política monetária, no entanto, mesmo sob o regime cambial flutuante, a economia brasileira não foi capaz de resgatar a autonomia política necessária,

devido ao seu elevado grau de integração financeira e dependência de investimentos externos. Em suma, a macroestrutura cada vez mais financeirizada implicou na perda de autonomia de política econômica do Estado brasileiro, principalmente pela adoção do regime de metas de inflação, utilizando como único instrumento de política monetária a taxa de juros.

Portanto, a adoção do tripé macroeconômico também se mostrou ineficaz no resgate do espaço para implementar políticas voltadas para a expansão da capacidade produtiva, isto é, viabilizar o crescimento da economia brasileira através de mudanças estruturais. A inserção subordinada do Brasil e a ausência de medidas de controle de capitais comprometem a adoção de políticas de desenvolvimento autônomas, pois as taxas de câmbio e de juros ficam dependentes das condições externas.

Apesar do Brasil ser emissor da moeda que é utilizada domesticamente, o real ocupa as últimas posições da hierarquia monetária devido ao seu baixo grau de liquidez e conversibilidade. O processo de internacionalização do real foi iniciado nos anos 2000 e intensificado durante a crise de 2008. No entanto, a maior utilização da moeda brasileira nos mercados internacionais não engendrou uma elevação na posição do real na hierarquia, pois é negociado como moeda de investimento de curto prazo e fonte de especulação (ORSI, 2019).

### **Considerações finais**

Ao contrário do que postula a corrente MMTista, a flutuação do câmbio não garante maior espaço de política para os países em desenvolvimento que são dependentes dos fluxos de capital, principalmente aqueles que não conseguem tomar empréstimos em sua moeda doméstica. Diante de uma dinâmica global assimétrica, os países cujas moedas exercem a função de reserva de valor possuem forte influência sobre as decisões daqueles que se encontram nos níveis mais baixos da hierarquia monetária.

Portanto, é preciso analisar as especificidades que compõem a dinâmica econômica dos países em desenvolvimento e que restringem o espaço de política para pensar em um arranjo econômico adequado. Os mercados domésticos devem ser desenvolvidos para reduzir a exposição desses



países a choques externos e fuga de capitais. Além disso, os interesses locais devem prevalecer em relação aos externos para a formulação de políticas macroeconômicas alinhadas ao desenvolvimento doméstico. Para tanto, a implementação de controles de capital é uma importante ferramenta para limitar as entradas e saídas de capital e essencial para o resgate da autonomia das políticas macroeconômicas.

### Referências bibliográficas

- EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. Exchange rates and financial fragility. *NBER Working Paper Series*, n. 7418, nov. 1999.
- EPSTEIN, Gerald. The Institutional, Empirical and Policy Limits of 'Modern Money Theory'. *Working Paper Series: Political Economy Research Institute (PERI)*, n. 481, mar. 2019.
- FLASSBECK, Heiner. The exchange rate: economic policy tool or market price? *UNCTAD, Discussion Papers*, n. 157, nov. 2001.
- LAVOIE, Marc. The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique. *Journal of Economics Issues*, vol. XLVII, n. 1, mar. 2013.
- ORSI, Bianca de Souza Lima. *Currency Internationalisation and Currency Hierarchy in Emerging Economies: The Role of the Brazilian Real*. 2019. 249 f. Tese (Doutorado em Economia) – Departamento de Economia, Universidade de Leeds, Leeds.
- PRATES, Daniela M. Monetary sovereignty, currency hierarchy and policy space: a post Keynesian approach. *IE/ UNICAMP, Texto para Discussão*, n. 315, set. 2017.
- REY, Hélène. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. *London Business School, CEPR e NBER*, ago. 2013.
- VERGNHANINI, Rodrigo; DE CONTI, Bruno. Modern Money Theory: a criticism from the periphery. *Brazilian Keynesian Review*, n. 3 (2), p. 16-31, 2017.
- VERNENGO, Matías; CALDENTEY, Esteban P. Modern Money Theory (MMT) in the Tropics: Functional Finance in Developing Countries. *Working Paper Series: Political Economy Research Institute (PERI)*, n. 495, set. 2019.
- WRAY, L. Randall. MMT and external constraints. Fevereiro, 2014a. Disponível em: <<https://www.nakedcapitalism.com/2014/02/andy-wray-mmt-external-constraints.html>>. Acesso em: 21/02/2021.
- \_\_\_\_\_. *Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. Londres: Palgrave Macmillan, 2ª edição, 2015.



## OS OBJETIVOS DE DESENVOLVIMENTO SUSTENTÁVEL NO BRASIL – RUMO AO FRACASSO?

Paulo Gonzaga M. de Carvalho<sup>1</sup>

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

### ÍNDICE

Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) são um conjunto de 17 objetivos globais projetados para serem um ambicioso plano de ação global visando alcançar um futuro melhor e mais sustentável. Os ODS foram definidos em 2015, pela Assembleia Geral das Nações Unidas, para iniciarem sua implementação em janeiro de 2016, com metas que devem ser alcançadas até o ano 2030<sup>2</sup>. Vieram substituir os Objetivos de Desenvolvimento do Milênio (ODM), cujo período de vigência se encerrou em 2015, tidos como bem-sucedidos, mas limitados na abrangência, por serem muito focados no tema pobreza.

Na verdade, o sucesso dos ODM foi basicamente político, com eles a ONU ganhou projeção e peso. Se os objetivos foram efetivamente alcançados, é algo muito questionável<sup>3</sup>. Infelizmente, os ODS seguem o

mesmo caminho, devido aos erros metodológicos da sua concepção e à falta de dados<sup>4</sup>. A pandemia só piora a situação. Na base de tudo está um “pecado original”. Os ODS, grosso modo, foram formulados a partir de uma negociação diplomática complexa, da

**O sucesso dos ODM (Objetivos de Desenvolvimento do Milênio) foi basicamente político, com eles a ONU ganhou projeção e peso. Se os objetivos foram efetivamente alcançados, é algo muito questionável. Infelizmente, os ODS (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável) seguem o mesmo caminho, devido aos erros metodológicos da sua concepção e à falta de dados. A pandemia só piora a situação.**

qual os técnicos foram excluídos. Se a área técnica – estatísticos, economistas, sociólogos, sanitaristas, ecólogos etc – tivesse sido incorporada desde o início, o resultado teria sido muito diferente e melhor, mas é bem

possível que, nesse caso, não se conseguisse a aprovação dos ODS. Quanto maior o detalhamento, mais difícil a negociação. É muito mais fácil aprovar objetivos e metas “genéricas” e pouco precisas.

Por conta de garantir a viabilidade política dos ODS, cometeu-se um erro grave em termos de planejamento. Objetivos e metas foram definidos primeiro, em 2015, e os indicadores depois, em 2017. Nesse último

1. Agradeço as críticas e sugestões de Eloisa Castro e dos editores do Boletim do Finde.

2. Algumas poucas metas devem ser alcançadas antes de 2030.

3. Para uma crítica aos ODM vide Carvalho e Barcellos 2015

4. Uma primeira abordagem desses temas foi feita em Carvalho, Barcellos e Marques 2019





ano, foi estabelecido grande parte dos indicadores, porém a discussão desse tema continua em curso, sem uma data muito clara de encerramento.

Como resultado disso, objetivos e metas foram formulados com a “cabeça nas nuvens”, mesmo porque a ONU queria que fossem “motivacionais”. Por exemplo, enquanto os ODM falavam apenas em reduzir pela metade a extrema pobreza, os ODS têm como meta erradicar a extrema pobreza, o que, sem dúvida, causa maior impacto e motiva mais. Se é viável ou não, ou se esse objetivo é de fácil mensuração, são questões deixadas de lado.

Quando os técnicos puderam entrar no processo, os objetivos e metas já estavam definidos. Agora teriam que encontrar ou formular os indicadores para colocar os ODS “com o pé no chão”, com as necessárias estatísticas de monitoramento – que também apresentam seus problemas como se verá mais adiante nesse texto. Como dizia Peter Drucker, só possível gerir, o que se pode mensurar.

Os 17 objetivos dos ODS, são subdivididos em metas e cada meta corresponde a um ou mais indicadores,

totalizando 169<sup>5</sup> metas e 231 indicadores<sup>6</sup>. Nesse tipo de arcabouço, para cada objetivo a ser alcançado, suas respectivas metas têm que ser atingidas. Para que isso aconteça, os indicadores a ela associados devem atingir determinados valores pré-fixados, chamados valores de referência. A estrutura básica – a articulação objetivo-metas-indicadores - está correta, problema é seu tamanho<sup>7</sup> e conteúdo. Veremos, nos questionamentos a seguir, que problemas metodológicos e a falta de estatísticas são a tônica, com a pandemia só piorando a situação. É importante procurar atingir os objetivos dos ODS, mesmo que não se alcance plenamente, pois haverá avanços, como fruto desse esforço. Não se pode ignorar os problemas que existem como tem sido feito.

Esse trabalho tem como base as informações constantes do site ODS Brasil<sup>8</sup>, do IBGE e da Secretaria Especial de Articulação Social, que traz as estatísticas oficiais brasileiras sobre o tema. A seguir apresentaremos o que consideramos ser os principais problemas dos ODS no Brasil.

1) Não existem estatísticas suficientes para avaliar e monitorar adequadamente os ODS.

“Não se gerencia o que não se mede”

W. Deming

5. UN (2015)-General Assembly-Seventieth session-21 October 2015-Resolution adopted by the General Assembly on 25 September 2015 disponível em <https://undocs.org/A/RES/70/1> acesso em 13/3/2021

6. Não inclui repetição de indicadores, alocados em mais de uma meta <https://unstats.un.org/sdgs/indicators/indicators-list/> relação dos indicadores disponível em [https://unstats.un.org/sdgs/indicators/Global%20Indicator%20Framework%20after%202020%20review\\_Eng.pdf](https://unstats.un.org/sdgs/indicators/Global%20Indicator%20Framework%20after%202020%20review_Eng.pdf) acesso em 13/3/2021.

7. Jan Vandemoortele, um dos pesquisadores responsáveis pela elaboração dos ODM, em 2015 já alertava para esse problema “The SDGs violate the three Cs that lie at the root of the MDGs’ success: clear, concise and computable. A global agenda cannot be comprehensive and concise at the same time” Vandemoortele 2015 p.3.

8. <https://odsbrasil.gov.br/> acesso em 13/3/2021. Segundo esse site seriam 253 indicadores, número maior que o da ONU. Não nos alongaremos aqui sobre motivo dessa divergência.



Segundo o site ODS Brasil, foram definidos pela ONU 253 indicadores, desses só há dados, no momento, para 87, que representam apenas 35,5%<sup>9</sup> do total. Há 98 indicadores em análise/construção, portanto podemos ter esperança que a disponibilidade de dados aumente no futuro<sup>10</sup>. Mas é importante ressaltar dois pontos, para sermos realistas. O IBGE está trabalhando há cerca de cinco anos na produção de indicadores e o número de indicadores da categoria análise/construção continua elevado. Portanto, parece difícil diminuir de forma significativa esse total no futuro próximo. Outro ponto, é que não se pode esperar muito por isso. Se os dados de um determinado indicador só ficarem disponíveis em 2025, uma série de pouco anos – pois os ODS terminam em 2030 – seria insuficiente para o adequado monitoramento e atestar o cumprimento da meta.

Para piorar, ainda existem 60 indicadores para os quais o IBGE já “jogou a toalha”, ou seja, admite que não existem dados. Há ainda 8 indicadores que não se aplicam ao Brasil. Uma boa pergunta é por que a ONU formulou esses 60 indicadores se já devia saber dos problemas que existiam? A questão é que tendo sido definido uma meta, a

pressão é grande para se encontrar algum indicador, mesmo que haja dúvidas sobre a oferta de dados.

Outro agravante da situação é que os poucos indicadores existentes estão mal distribuídos, deixando apenas dois ODS em boa situação: ODS 6 Água potável e Saneamento e 7 Energia Limpa e acessível. Estes têm respectivamente 90,9% e 83,3% dos indicadores com dados disponíveis. O ODS 9 - Indústria, inovação e infraestrutura dispõe de dados para 58,3% dos indicadores. Nos restantes dos ODS a oferta de dados é de 50% para menos. Os casos extremos são os ODS 14 – Vida na água (apenas 10,0%), ODS 10 - Redução das Desigualdades (15,0%) e ODS 16 Paz, justiça e instituições eficazes (17,4%) (vide tabela 1).

Não há dúvida que o tema Vida na água é relevante, mas, infelizmente, não há dados suficientes para colocá-lo como um ODS, pelo menos da forma como está. Esse ODS deveria ser agrupado a um outro tema – Vida terrestre, por exemplo – ou então continuar como um objetivo específico, mas com um escopo mais limitado, de forma que pudesse se manter com os poucos indicadores existentes. Mas para

9. Foram excluídos dos cálculos apresentados nesse texto, os 8 indicadores que não se aplicam ao Brasil. Quando o indicador não tem dados disponíveis, o mesmo pode estar em uma das duas categorias: “em análise/construção” ou em “sem dados”.

10. Nessa categoria estão todos os indicadores referentes à regulação do mercado financeiro, do Objetivo 10 - Redução das Desigualdades, meta 10.5 - Melhorar a regulamentação e monitoramento dos mercados e instituições financeiras globais e fortalecer a implementação de tais regulamentações. Esses indicadores são: Índice de Patrimônio de Referência Nível I sobre Ativos Totais Ajustados (B1B2); Índice de Patrimônio de Referência Nível I; Índice de Inadimplência Líquida de provisões sobre capital; Índice de Inadimplência da carteira de crédito; Retorno sobre ativos (B1B2); Ativos líquidos sobre passivos de curto prazo; Posição aberta líquida em moeda estrangeira sobre capital. Fonte <https://odsbrasil.gov.br/objetivo/objetivo?n=10> acesso em 24/3/2021



isso, objetivos, metas e indicadores deveriam ter sido discutidos conjuntamente, o que não ocorreu. Com essa falta de dados é impossível monitorar e avaliar os ODS.

2) Os objetivos e metas foram mal formulados.

“The SDGs are a mixture of generalities and ideals, sprinkled with some concrete targets”

Vandemoortele (2015)

Os objetivos, via de regra são muito genéricos e abrangentes, muitas vezes fazendo uso de conceitos que não estão adequadamente estabelecidos na literatura. Alguns são também muito extensos, comprometendo seu foco, como é o caso dos objetivos 15 e 16 - vide a relação dos ODS, em anexo a esse texto. Vale frisar que não há nenhum documento da ONU, que tenhamos conhecimento, que explique a lógica da estrutura dos ODS. Portanto não sabemos porque são exatamente 17, e o que levou sua subdivisão em 169 metas. É possível que a ausência desse documento reflita a difícil negociação política dos ODS, onde determinado ODS ou meta acaba sendo incluída para atender à reivindicação de determinados países ou organizações, sem necessariamente haver uma boa justificativa técnica.

Vejamos o caso do ODS 16, um dos mais extensos – “Promover sociedades pacíficas e inclusivas para o desenvolvimento sustentável, proporcionar o acesso à justiça para todos e construir instituições eficazes, responsáveis e inclusivas em todos os níveis”. Não é um trabalho fácil desagregá-lo em metas, em especial se formos realistas sobre a oferta de estatísticas sobre o tema. Esse ODS possui 11<sup>11</sup> metas sendo que 7 não devem sair do papel, por falta de estatísticas de mensuração. Qual o sentido de ter objetivos tão abrangentes e tantas metas, se não há dados?

Além disso existem as questões conceituais. Por exemplo, o que é uma instituição eficaz, responsável e inclusiva em todos os níveis? Não é simples definir isso. Se fosse uma instituição específica – exemplo, as universidades – seria mais fácil. Para uma instituição “genérica”, como está no ODS, é muito complicado. Não é possível mensurar sem ter uma boa definição como ponto de partida. Como disse W. Deming “Não se gerencia o que não se mede, não se mede o que não se define, não se define o que não se entende, e não há sucesso no que não se gerencia<sup>12</sup>”.

As únicas definições que existem no ODS Brasil são as operacionais dos indicadores,

11. São 12 metas, mas uma foi retirada do cálculo pois seu indicador não se aplica ao Brasil.

12. <https://jorgeaudy.com/2016/01/27/william-edwards-deming-1900-1993/> acesso em 17/03/2021



que vão um pouco além da descrição da fórmula de cálculo, explicando sua racionalidade e interpretação. Não há, ao contrário do site correspondente da ONU<sup>13</sup>, uma discussão do conceito que se procura medir.

Se os objetivos fossem mal definidos, mas as metas não, o problema não seria grave. A questão é que as metas também são mal definidas<sup>14</sup>. Uma meta deveria ter três componentes: um prazo; um objetivo e um valor a ser alcançado. O prazo aqui é 2030<sup>15</sup>, o problema é que, via de regra, os objetivos são imprecisos e não há valores a serem atingidos. Segundo [Vandemoortele \(2015, p. 3\)](#) “the SDGs contain lots of items but few numerical targets. Indeed, the SDGs are a mixture of generalities and ideals, sprinkled with some concrete targets”.

Essa imprecisão tem seu lado positivo, tanto para a ONU quanto para os governos dos diferentes países. Assim, as metas podem ser facilmente atingidas e, portanto, se poderá afirmar em 2030, que os ODS foram um sucesso.

Vejamos como exemplo a Meta 16.1 “Reduzir significativamente todas as formas de

violência e de mortes a ela relacionadas em todos os lugares”. Não há aqui um valor a ser alcançado e o objetivo está mal definido, pois não se explicita o que vem a ser uma redução significativa. Como está impreciso, basta rotular qualquer percentual de diminuição como sendo uma contração significativa, que a meta será alcançada.

Não é fácil estabelecer o que é uma queda significativa em índices de violência. Faz sentido, e isso se aplica a outras metas com esse problema, que essa definição seja específica a cada país, levando em conta a realidade local. Pode ser que os formuladores dos ODS tenham pensado dessa forma. Mas quantos países tomaram a iniciativa de definir para essa meta um percentual de redução ou valor a ser alcançado? Provavelmente poucos, e o Brasil não está entre eles<sup>16</sup>. Como foi dito, a meta imprecisa tem suas vantagens.

3) As metas, quando bem formuladas são, com frequência, ou muito irrealistas ou podem ser atingidas sem grande esforço.

Relacionamos a seguir vários exemplos de metas irrealistas: alcançar o acesso a saneamento e higiene adequados e equitativos

13. <https://unstats.un.org/wiki/display/SDGeHandbook/Home> acesso em 18/3/2021

14. As metas dos Objetivos de Desenvolvimento do Milênio (ODM) eram de melhor qualidade, quase todas com um percentual de evolução ou um valor a ser atingido.

15. Algumas poucas metas têm prazos mais curtos.

16. Depois desse artigo ser concluído, descobrimos que existe um segundo site de ODS do governo brasileiro, que é o do IPEA <https://www.ipea.gov.br/ods/>. Nele estão as metas brasileiras, que são uma adaptação para o Brasil, das metas da ONU. Algumas das metas brasileiras são mais precisas que as da ONU. Cabe perguntar o motivo de haver dois sites oficiais sobre ODS, e as metas do Brasil só estarem em um deles, exatamente o menos conhecido.



para todos; alcançar o emprego pleno e produtivo e trabalho decente para todas as mulheres e homens, inclusive para os jovens e as pessoas com deficiência; assegurar a conservação, recuperação e uso sustentável de ecossistemas terrestres e de água doce interiores e seus serviços.

Como foi dito anteriormente, para a ONU, se ambição é pouca, o engajamento é baixo. Por isso vamos lutar para que em 2030 todos os homens e mulheres tenham um trabalho produtivo e decente, que é objetivo totalmente irrealista. Mas o que importa é que motiva e haverá avanços na direção certa.

Existem várias metas que se referem a assinar tratados ou possuir/implementar determinadas políticas. Essas são relativamente fáceis de serem alcançadas, o que não significa que o tratado será necessariamente cumprido e a política efetivamente posta em prática. O difícil não é assinar o tratado ou ter a política, mas implementá-los com algum nível de eficácia e isso fica fora dos ODS, por ser mais complicado de mensurar.

4) Os indicadores não têm valores de referência

“Se você não sabe para onde ir, qualquer caminho serve” Lewis Carroll

O valor de referência é o valor do

indicador que deve ser alcançado para se atingir a meta fixada. Alguns não precisam mesmo ter, mas na maioria dos casos, essa informação faz falta. Veremos alguns exemplos nos próximos parágrafos. Nenhum indicador do ODS Brasil tem valor de referência. Essa, por sinal, é a principal limitação da ficha metodológica dos indicadores constantes do site. Essa ausência reflete o posicionamento do governo brasileiro sobre o tema, mas deve também ser prática comum a outros países. Como foi mencionado anteriormente, a imprecisão tem suas vantagens.

Vejamos o enunciado da meta 1.1 que é “Até 2030, erradicar a pobreza extrema para todas as pessoas em todos os lugares, atualmente medida como pessoas vivendo com menos de US\$ 1,25 por dia”. Seu único indicador é o 1.1.1 “Proporção da população vivendo abaixo da linha de pobreza internacional”. Nesse caso não há dúvida que o valor de referência implícito é 0 (zero), pois o objetivo é que ninguém esteja abaixo da linha de pobreza.

Um caso bem diferente é o da meta 1.5 - “Até 2030, construir a resiliência dos pobres e daqueles em situação de vulnerabilidade, e reduzir a exposição e vulnerabilidade destes a eventos extremos relacionados com o clima e outros choques e desastres econômicos, sociais e ambientais”. Há quatro indicadores

17. O site ODS Brasil de modo geral é muito bom, mas há pontos a melhorar, por exemplo, nem sempre são mencionadas as limitações do indicador.



relacionados a essa meta. Um deles é o 1.5.1 “Número de mortes, pessoas desaparecidas e pessoas diretamente afetadas atribuído a desastres por 100 mil habitantes”. Para 2015, ano base para as estatísticas dos ODS, o dado é 333,7 mortes por 100 mil habitantes. Como a meta é imprecisa e menciona apenas “reduzir a vulnerabilidade”, e o indicador não tem valor de referência implícito ou explícito, se em 2030 o valor alcançado for 330 mortes por mil habitantes, a meta terá sido cumprida.

5) Não existe uma regra clara que estabeleça quando um objetivo é atingido.

“Assim é, se lhe parece” Pirandello

Essa questão parece ser trivial, mas não é. Se um objetivo é composto por três metas e duas foram cumpridas, o objetivo foi atingido? Se a meta tem dois indicadores e um alcançou o valor desejado e outro não, a meta foi cumprida?

A situação pode ser ainda pior. Suponha que o objetivo tenha 7 metas, mas para 4 delas não há dados. Portanto, num cenário otimista, o objetivo seria cumprido se apenas 3 das 7 metas forem alcançadas. Sem dúvida, é o possível, mas essas poucas metas estão representando adequadamente o objetivo? Com certeza não. O exemplo dado não é

hipotético, essa é a realidade do ODS 1 – Erradicação da Pobreza – segundo as informações do site ODS Brasil.

Com certeza essas questões vão ficar em aberto até 2030 e a ONU provavelmente adotará a leitura dos resultados que lhe for favorável. Como se diria Pirandello, “assim é, se lhe parece”.

6) Os ODS estão defasados, e não refletem a realidade do mundo de hoje com a pandemia.

“Não há nada tão ruim, que não possa piorar” Lei de Murphy

O mundo mudou muito com a pandemia e os ODS estão parados em 2015 e os indicadores em 2017, embora ainda existam discussões em curso. Por exemplo, não há menção nos ODS à importância da montagem de uma infraestrutura hospitalar e de vacinação para enfrentar pandemias.

A pandemia compromete os levantamentos estatísticos que dão suporte aos indicadores. No Brasil, por exemplo, o Censo Demográfico foi adiado de 2020 para 2021 e pode ser novamente postergado, devido ao corte de verbas<sup>18</sup>. A PNAD tem sido realizada por telefone, o que elevou o percentual de recusas e atrasou a divulgação dos resultados<sup>19</sup>. Segundo pesquisa feita pela

18. <https://noticias.uol.com.br/ultimas-noticias/bbc/2021/03/22/censo-2021-ibge-dificuldade-operacao-inviavel-senado-corte.htm> acesso em 22/03/2021

19. <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2021/02/09/entrevista-por-telefone-traz-risco-de-distorcao-na-pnad-alertam-tecnicos.ghtml> acesso em 22/03/2021



ONU e o Banco Mundial, 96% dos órgãos de estatísticas oficiais no mundo suspenderam total ou parcialmente seus levantamentos por conta da pandemia (Nature 2020). Em razão disso há quem defenda – como a revista Nature em editorial – que os ODS devam ser revistos.

A recessão das economias provocada pela pandemia do Covid-19<sup>20</sup> coloca em risco o alcance de várias metas, como o combate à pobreza, à fome, ao desemprego, à desigualdade, o acesso à educação de qualidade. A queda do investimento público torna mais difícil avançar em áreas como saneamento básico, preservação de meio ambiente e saúde – exceto no combate a difusão do Covid-19. Nessas áreas é muito provável que estejam ocorrendo retrocessos. Nesse contexto, fica difícil cobrir o prejuízo e ainda ter avanços significativos até 2030.

Com a pandemia aumentou o acesso a meios digitais sendo assim, perde razão o indicador “número de agências bancárias por 100.000 habitantes adultos” da meta 8.10, relativa à democratização do acesso ao sistema financeiro. Esse indicador não faz mais sentido, pois os bancos estão encolhendo em termos físicos e sendo substituídos pelo celular.

Alguns poucos ODS foram até

beneficiados pela pandemia, pois houve queda das emissões de gases estufa, por conta da recessão e menor circulação de veículos. Também ocorreu maior difusão da internet, fruto de restrições ao funcionamento de várias atividades. Mesmo assim, o saldo do impacto da pandemia nos ODS é claramente negativo.

Nos ODS faltam dados, e sobram problemas metodológicos. Até 2030 muita coisa pode mudar, mas pelo atual estado da arte, a perspectiva é de que a maior parte das metas dos ODS seja descartada por falta de dados. Para um percentual expressivo das que forem alcançadas, isso será devido, menos aos esforços dos governos, e mais pela má formulação das metas. Nada disso impede que em 2030 a ONU e o governo brasileiro afirmem que os ODS foram um sucesso, mesmo levando em conta a pandemia.

20. A economia brasileira está com baixo dinamismo desde 2012, oscilando entre momentos de recessão e de baixo crescimento. A pandemia agravou esse problema.



Tabela 1 – Distribuição dos Percentual dos Indicadores de cada ODS segundo Tipologia de Disponibilidade de dados

ODS		Produzido	Em análise	Sem dados	Total
1	Erradicação da pobreza	38,5	46,2	15,4	100,0
2	Fome Zero e agricultura sustentável	50,0	28,6	21,4	100,0
3	Saúde e Bem-Estar	25,0	64,3	10,7	100,0
4	Educação de Qualidade	45,5	18,2	36,4	100,0
5	Igualdade de Gênero	30,8	7,7	61,5	100,0
6	Água potável e Saneamento	90,9	9,1	0,0	100,0
7	Energia Limpa e acessível	83,3	0,0	16,7	100,0
8	Trabalho decente e crescimento econômico	43,8	37,5	18,8	100,0
9	Indústria, inovação e infraestrutura	58,3	33,3	8,3	100,0
10	Redução das Desigualdades	15,0	70,0	15,0	100,0
11	Cidades e Comunidades sustentáveis	42,9	7,1	50,0	100,0
12	Consumo e produção sustentáveis	30,8	7,7	61,5	100,0
13	Ação contra Mudança Global do Clima	42,9	42,9	14,3	100,0
14	Vida na Água	10,0	60,0	30,0	100,0
15	Vida Terrestre	21,4	57,1	21,4	100,0
16	Paz, justiça e instituições eficazes	17,4	52,2	30,4	100,0
17	Parcerias e meio de implementação	30,0	55,0	15,0	100,0
	Total	35,5	40,0	24,5	100,0

Fonte: Site ODS Brasil com dados atualizados em 5/3/2021

Nota: Foram excluídos os indicadores que não se aplicam ao Brasil. Devido ao arredondamento, ocorreram pequenas diferenças na totalização.





## Referências bibliográficas

Carvalho, P. e Barcellos, F. (2015) Os Objetivos de Desenvolvimento do Milênio - ODM : uma avaliação crítica Textos para discussão. Diretoria de Pesquisas, IBGE ISSN 1518-675X disponível em <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv94600.pdf> acesso em 15/3/21

Carvalho, P., Barcellos, F. e Marques, J. (2019) Temos metodologia e dados para fazermos o monitoramento dos Objetivos do Desenvolvimento Sustentável? Trabalho apresentado no XIII Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Ecológica (ECOECO) 2019 disponível em <https://www.ecoeco2019.sinteseeventos.com.br/arquivo/downloadpublic?q=YToyOntzOjY6InBhcmFtcyl7czozNDoiYToxOntzOjEwOiJJRF9BUiFVSzZPIjtzOjM6IjlxNiI7fSI7czoxOiJoljtzOjMyOjlxMTIiYmU3OWE0MmVjMTdlZjA0NGQ3YmJkNzczZTY2OSI7fQ%3D%3D> acesso em 15/3/21

Nature (2020) Time to revise the Sustainable Development Goals – Editorial **Nature** 583, 331-332 14 July 2020 disponível em doi: <https://doi.org/10.1038/d41586-020-02002-3> acesso em 20/03/21

[Vandemoortele](#), J. (2015) A Serene Look at the Sustainable Development Goals (SDG)

Poverty Brief September 2015 disponível em <https://www.crop.org/viewfile.aspx?id=809> acesso em 21/03/2021

### Sites consultados

ODS Brasil <https://odsbrasil.gov.br/> acesso em 15/3/21

ODS ONU indicadores - <https://unstats.un.org/wiki/display/SDGeHandbook/Home> acesso em 18/3/2021 acesso em 18/3/21

### Anexo 1

Os Objetivos do Desenvolvimento Sustentável

1 - Acabar com a pobreza em todas as suas formas, em todos os lugares;

2 - Acabar com a fome, alcançar a segurança alimentar e melhoria da nutrição e promover a agricultura sustentável;

3 - Assegurar uma vida saudável e promover o bem-estar para todos, em todas as idades;

4 - Assegurar a educação inclusiva e equitativa de qualidade e promover oportunidades de aprendizagem ao longo da vida para todos;



5 - Alcançar a igualdade de gênero e empoderar todas as mulheres e meninas;

6 - Assegurar a disponibilidade e gestão sustentável da água e saneamento para todos;

7 - Assegurar o acesso confiável, sustentável, moderno e a preço acessível à energia, para todos;

8 - Promover o crescimento econômico, sustentável e inclusivo, o emprego pleno e produtivo, e trabalho decente para todos;

9 - Construir infraestruturas resilientes, promover a industrialização inclusiva e sustentável e fomentar a inovação;

10 - Reduzir a desigualdade entre os países e dentro deles;

11 - Tornar as cidades e os assentamentos humanos inclusivos, seguros, resilientes e sustentáveis;

12 - Assegurar padrões de produção e consumo sustentáveis;

13 - Tomar medidas urgentes para combater a mudança do clima e seus impactos;

14 - Conservação e uso sustentável dos oceanos, mares e dos recursos marinhos, para o desenvolvimento sustentável;

15 - Proteger, recuperar e promover o uso sustentável dos ecossistemas terrestres,

gerir de forma sustentável as florestas, combater a desertificação, deter e reverter a degradação da terra, e estancar a perda da biodiversidade;

16 - Promover sociedades pacíficas e inclusivas para o desenvolvimento sustentável, proporcionar o acesso à justiça para todos e construir instituições eficazes, responsáveis e inclusivas em todos os níveis;

17 - Fortalecer os meios de implementação e revitalizar a parceria global para o desenvolvimento sustentável.



# BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.3, n.1, jan/abr de 2021.  
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:

Caio César de Azevedo, Eduardo Mantoan,  
Linnit Pessoa e Vinicius Centeno

### CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

#### Adriano Vilela Sampaio

adrianovs@id.uff.br

#### André de Melo Modenesi

amodenesi@gmail.com

#### Carmem Feijó

cbfeijo@gmail.com

#### Carlos Henrique Horn

chvhorn@gmail.com

#### Daniel Consul de Antoni

daniel.consul@outlook.com

#### David Deccache

david.deccache@gmail.com

#### Fernanda Faria Silva

ferfaria@ufop.edu.br

#### José Luis Oreiro

jlcoreiro@gmail.com

#### Júlia Leal

juliaa.leal@hotmail.com

#### Juliana Lima de Deus

juldeus@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

#### Maurício Andrade Weiss

mauricio.aw@gmail.com

#### Nikolas Passos

nikolaspastos@gmail.com

#### Paulo Gonzaga M. Carvalho

pgmcarvalho@openlink.com.br

#### Paulo Van Noije

noije@unicam.br

### MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: [findeuff@gmail.com](mailto:findeuff@gmail.com)

Site: [www.finde.uff.br](http://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)