



O Brasil pós-pandemia e os desafios ao desenvolvimento: a quem interessa o Estado mínimo?



Imagem: robidob.com e sintrajufe

AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Andrea Gama - Carmem Feijó - Conrado Krivochein - Daniel Consul de Antoni

Eduardo Mantoan - Eliane Araújo - Fábio Henrique B. Terra - Fernando A. Teixeira

Júlia Leal - Larissa Naves de Deus Dornelas - Linnit Pessoa - Luiz Fernando de Paula

Mateus Coelho Ferreira - Paulo Gonzaga M. de Carvalho - Pedro Lange Netto Machado

Roberta Costa - Vinicius Brandão - Vinícius Centeno

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



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

BOLETIM FINDE: v.2, n.2, 2021

O BRASIL PÓS- PANDEMIA E OS DESAFIOS AO DESENVOLVIMENTO: A QUEM INTERESSA O ESTADO MÍNIMO?

www.finde.uff.br

Sumário

Apresentação	1
Carmem Feijó e Adriano Vilela Sampaio	
A trajetória da economia brasileira nos anos 2000 até o regime de austeridade fiscal	2
Linnit Pessoa	
Mais sobre o aumento da taxa de juros em 2021	14
Carmem Feijo e Eliane Araújo	
Mercado de trabalho: 1o. trimestre de 2021	19
Vinicius Brandão	
A trajetória recente dos investimentos e o crescimento econômico brasileiro em 2021	24
Daniel Consul	
Lições da análise do perfil de endividamento das grandes empresas: o que esperar no pós-pandemia?	31
Vinícius Centeno e Eduardo Mantoan	
<i>Modern Money Theory</i> e a Economia Brasileira: Limites Impostos pela Subordinação Financeira	39
Júlia Leal	
Subordinação Financeira das Economias Periféricas Emergentes: Uma Abordagem Estruturalista-Keynesiana	46
Luiz Fernando de Paula, Júlia Leal e Mateus Coelho Ferreira	
Consequências e lições do estelionato eleitoral de 2014	54
Pedro Lange Netto Machado	
<i>Green New Deal</i> – confrontando algumas abordagens	59
Paulo Gonzaga M. de Carvalho	
Os fundos soberanos subnacionais brasileiros e a importância do desenvolvimento de capacidades estatais apropriadas para a gestão de riquezas finitas	68
Fernando Amorim Teixeira e Carmem Feijó	
Uma análise da intensificação da circulação da moeda social mumbuca de Maricá entre 2018 e 2020	76
Andrea Gama e Roberta Costa	
Controvérsias na história da Contabilidade Nacional: um limite para o Estado	84
Conrado Krivochein	
Selic – o Mercado Brasileiro de Dívida Pública	94
Larissa Naves de Deus Dornelas e Fábio Henrique Bittes Terra	

Apresentação

Carmem Feijó e Adriano Vilela Sampaio

Após mais de um ano da chegada da pandemia do covid-19 no Brasil, a vacinação, embora muito lenta, permite vislumbrarmos uma redução paulatina das medidas de restrição de circulação. Consequentemente, entra no horizonte a possibilidade de uma recuperação econômica depois da forte retração de 2020. Vale notar que quando se fala em retomada, a referência deveria ser os anos 2015-16. Mesmo antes da pandemia, a economia ainda não havia retomado os níveis de renda vigentes antes da recessão daquele biênio e isso não se deve ao acaso. A pergunta é: o fim ou pelo menos a flexibilização das medidas de afastamento social, permitirão crescimento consistente da economia?

O quinto boletim do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde) – "O Brasil pós pandemia e os desafios ao desenvolvimento: a quem interessa o Estado mínimo?" aponta, infelizmente, para uma resposta negativa. A erosão das bases democráticas e o descaso com centenas de milhares de vidas e dezenas de milhões de infectados são tolerados em nome das reformas liberais, uma panaceia que se mostra cada vez mais um engodo. O processo de desmonte do Estado, em curso desde 2016, longe de colocar o setor privado como agente indutor do desenvolvimento, apenas reduziu a capacidade do setor público de implementar políticas públicas, proteger os vulneráveis e reagir a situações adversas como a pandemia. Em suma, o Estado mínimo que vem sendo implementado no país não dá quaisquer sinais de ser capaz de promover melhoras nas condições de vida da população, tampouco de construir bases sólidas para o desenvolvimento sustentável.

Os cinco primeiros artigos do boletim buscam mostrar que a mudança do padrão de atuação do Estado brasileiro em direção ao Estado mínimo tem comprometido uma retomada consistente, sem alta sustentada de investimentos e geração de bons empregos. Na sequência, dois artigos tratam da vulnerabilidade externa e do constrangimento da autonomia de políticas engendrados pelo alto grau de abertura financeira da economia brasileira. O texto subsequente mostra como as consequências econômicas do desmonte do Estado pode levar à perda de legitimidade da classe política e dar espaço à ascensão de projetos autoritários.

Pensando em possíveis alternativas, o boletim traz artigos que possam ser referências para a atuação do Estado por meio da transição verde, uso de recursos de fundos soberano e implementação de uma moeda social, com o exemplo da cidade de Maricá (RJ). E o boletim traz duas novidades. A primeira é um estudo especial que aborda o uso das contas nacionais como ferramenta de mensuração do tamanho e da atuação do Estado. A segunda é a resenha, feitas pelos próprios autores, do livro "Selic – o Mercado Brasileiro de Dívida Pública".

Boa leitura!



A trajetória da economia brasileira nos anos 2000 até o regime de austeridade fiscal

Linnit Pessoa - Doutoranda em Economia pela UFF e pesquisadora do Finde

A primeira eleição do ex-presidente Lula da Silva marca o momento em que, teoricamente, o movimento trabalhista poderia finalmente readquirir suas forças e enfrentar as empresas em benefícios dos trabalhadores, devido à conquista do governo federal (Braga, 2016). Contudo, a despeito dos relevantes ganhos sociais observados no período, a condução das políticas econômicas continuou seguindo o arcabouço neoliberal observado nos anos anteriores. Saad-Filho e Morais (2018) observam que o modelo de crescimento adotado nos anos 2000 não mudou a estrutura de riqueza e dos ganhos de capital, visando lograr a redução da desigualdade de renda por meio de transferências monetárias e criação de empregos precários, deixando intocado o núcleo do problema. Tal medida, que tem caráter paliativo ao invés de estrutural, inevitavelmente teria limites.

Após anos de crescimento liderado pelos investimentos públicos (Sicsú, 2019), o primeiro governo Dilma (2011-2014) muda a condução das políticas econômicas para uma agenda de políticas orientadas pela oferta visando adotar um modelo de crescimento voltado às exportações e centrado no desenvolvimento industrial. Como será visto, a adoção de políticas orientadas pela oferta criou o ambiente propício para a argumentação da necessidade de políticas de austeridade com redução dos gastos governamentais em cenários recessivos.

Frente à desaceleração da economia brasileira e ao crescimento de apenas 0,5% do PIB em 2014, vemos o início da agenda de austeridade no Brasil,

que se acelera em 2016, após o golpe parlamentar. Como veremos, a “austeridade expansionista” (Alesina et al, 2019) adotada para recuperar a economia, que prioriza a redução do Estado, resultou apenas em um pífio crescimento em outros componentes da demanda agregada, sendo insuficiente para colocar a economia em uma trajetória de crescimento sustentável. Ainda assim, a austeridade continua sendo preconizada no debate político e econômico.

Nesta nota analisaremos a condução das políticas econômicas desde 2003, a fim de analisar os efeitos que a agenda de políticas teve e a trajetória que levou o país a instituir a austeridade como um “pacto privado” do país. Para tanto, a próxima seção discutirá o período 2003-2010, que compreende o primeiro e segundo governos de Luiz Inácio Lula da Silva, período de bonança externa com ganhos internos. Na segunda seção, discutiremos o período que compreende 2011-2014, o primeiro governo Dilma Rousseff, abordando a mudança da agenda de políticas econômicas que marcou o período. A terceira seção será dedicada para o período a partir de 2015, tratando do conturbado segundo governo de Dilma, em que a agenda que ganha as eleições não é a adotada, como uma tentativa do governo se reaproximar do setor bancário-financeiro, discutindo o período pós-golpe parlamentar, que abraça definitivamente a agenda neoliberal e institui a austeridade como o Novo Regime Fiscal do Brasil. Por fim, na quarta seção são traçadas as considerações finais.



A agenda neoliberal-desenvolvimentista

É importante considerar que o cenário externo fez toda diferença para o desempenho da economia brasileira nos anos 2000 (Carvalho, 2018; Marquetti et al, 2016), mas esse não foi o único fator determinante para o resultado do período. É fato que a condição externa favorável, a abundância de liquidez na economia mundial e a crescente demanda por *commodities* da China resultou no aumento da taxa de crescimento e queda do desemprego (Carvalho, 2018), e o cenário externo favorável também possibilitou a consolidação de diversos programas sociais visando a redistribuição de renda e o aumento do salário-mínimo (Marquetti et al, 2016). Entretanto, somente o cenário externo não é suficiente para explicar o período de crescimento do país, assim como a crise que se segue. Somente quando acrescentados os fatores internos na análise (as políticas redistributivas, a dinâmica do mercado de trabalho e os investimentos públicos em infraestrutura física e social) é possível explicar o período de bonança que o país viveu. Nessa nota, daremos maior ênfase aos fatores internos.

Os governos do ex-presidente Lula da Silva configuraram um (insustentável) jogo do “ganha-ganha”, buscando a coalizão dos interesses dos setores dominantes – setores financeiro, agrícola e industrial – e do movimento sindical popular, criando um governo de alianças (Saad-Filho e Morais, 2018), sem romper com o arcabouço neoliberal que vinha conduzindo as políticas econômicas.

A primeira decisão de política econômica do governo foi elevar a meta de superávit primário, justamente para mostrar o compromisso com o

neoliberalismo e suas políticas econômicas (Saad-Filho e Morais, 2018). Com o objetivo de atingir metas mais altas de superávit primário, um forte ajuste fiscal é realizado em 2003, seguido pela elevação da taxa de juros (de 25% para 26,5% a.a.). A meta de superávit primário acordada com o FMI, de 3,75% do PIB, passou para 4,25% em 2003 – e a execução fiscal entregou um superávit primário de 4,3% do PIB em 2003, sinalizando que a estratégia neoliberal do Partido dos Trabalhadores (PT) era sólida (Saad-Filho e Morais, 2018).

Com a manutenção das políticas macroeconômicas neoliberais, a reorientação da política econômica entre 2003 e 2005 se deu principalmente através das políticas de transferência de renda (Carvalho, 2018), cujo protagonismo foi assumido pelo Programa Bolsa Família. Todavia, apesar do impacto positivo sobre as famílias em estado de pobreza e extrema pobreza, o programa é limitado, uma vez que não está no escopo do programa identificar a causa da pobreza. Ao não combater os fatores estruturais que engendram e reproduzem a pobreza, essas políticas compensatórias tendem a ser paliativas. Além disso, ao complementar os rendimentos mais baixos, o programa acaba por subsidiar as piores modalidades de emprego do país (Saad-Filho e Morais, 2018).

Um importante fator para a redução da desigualdade do período foram as valorizações reais do salário-mínimo, com crescimento real do piso salarial de praticamente 100% entre 2003 e 2014 (Lavinias, 2015, p. 7). Concomitantemente, houve ampliação do acesso ao crédito, que possibilitou a inclusão de uma parcela antes excluída do mercado de consumo. Carvalho (2018) defende que o maior acesso ao crédito, juntamente com a redução da

Frente à desaceleração da economia brasileira e ao crescimento de apenas 0,5% do PIB em 2014, vemos o início da agenda de austeridade no Brasil, que se acelera em 2016, após o golpe parlamentar.



desigualdade e crescimento do emprego, reforçou o dinamismo do consumo das famílias e do mercado interno durante os dois governos Lula.

Um dos resultados do maior dinamismo da economia se deu sobre o mercado de trabalho, com redução do desemprego e aumento da formalidade. Entretanto, apesar de ter um impacto importantíssimo sobre a vida da população, reduzindo a desigualdade e melhorando as condições de vida, Braga (2016) observa que o aumento da formalização foi acompanhado por uma crescente precarização dos contratos de trabalho. Além disso, problemas como a regressividade do sistema tributário brasileiro não foram contestados, se mantendo extremamente regressivo e contribuindo para a concentração de renda. A redistribuição de renda do período ocorreu mediante a redução da participação na renda da população intermediária, não havendo melhora substancial na distribuição de renda e riqueza – a parcela da população mais pobre aumentou sua participação na renda total, mas o topo da pirâmide não deixou de ser a parcela a mais auferir ganhos (Carvalho, 2018).

Embora até 2005 o cenário externo positivo tenha sido o grande responsável pelo crescimento do país, a partir de 2006 a política econômica brasileira sofre uma inflexão (Morais e Saad-Filho, 2011), podendo dizer que o crescimento passa a ser liderado pelo mercado interno (Carvalho, 2018). Morais e Saad-Filho (2011) argumentam que esse período foi marcado por um conjunto de “políticas híbridas”, pois as políticas macroeconômicas visando à estabilidade monetária foram mantidas, sendo acrescentadas políticas novo-desenvolvimentistas visando à aceleração do desenvolvimento e redução da desigualdade social. Essa seria a experiência *neoliberal desenvolvimentista*: período em que as propostas novo-desenvolvimentistas aturaram de forma

complementar às políticas macroeconômicas neoliberais (Saad-Filho e Moraes, 2018; Moraes e Saad-Filho, 2011). A mudança substancial ocorreu através do maior ativismo do Estado no domínio econômico, com aumento do investimento público; da expansão do consumo das massas, resultado da elevação dos salários, dos programas de transferência de renda e do acesso ao crédito; e do apoio à formação de grandes empresas nacionais (Morais e Saad-Filho, 2011).

Intensificar a atuação ativa do Estado em resposta à grande recessão de 2008 foi responsável pela rápida recuperação brasileira. Após a contração em 2009 (-0,1%), a economia rapidamente recuperou o dinamismo, apresentando crescimento de 7,5% do PIB em 2010. A atuação ativa do governo no sentido de estimular a demanda interna e adotar políticas de curto prazo pró-crescimento teve efeito expressivo sobre a recuperação da economia, com a formação bruta de capital fixo (FBCF) apresentando o crescimento mais expressivo desde o início da série (1996), de 17,9% do PIB em 2010. A adoção de diversas medidas contracíclicas frente ao cenário internacional suavizou os efeitos da crise financeira (Paula et al, 2015). As despesas, que até 2008 tinham um comportamento pró-cíclico, são ampliadas em resposta à contração dos demais componentes da demanda, indicando uma política fiscal anticíclica a partir de 2009 (Dweck e Teixeira, 2017).

Contudo, alguns limites do modelo de crescimento adotado se desenhavam. Um primeiro limite pode ser relacionado à baixa competitividade da indústria brasileira. Nesse sentido, a sobreapreciação cambial do período teve efeitos deletérios sobre a participação da indústria brasileira tanto no mercado interno, uma vez que produtos importados se tornam mais acessíveis, quanto no mercado externo, pelo efeito sobre as exportações



do país, fragilizando a inserção do Brasil na economia internacional (Rugitsky, 2016). Outro limite pode ser identificado no caráter inflacionário do modelo de crescimento. O expressivo crescimento do setor de serviços apresenta um caráter inflacionário devido à facilidade de se repassar os aumentos de custos de mão de obra (principal custo desses serviços) para os preços, uma vez que são serviços não comercializáveis, i.e., que não têm concorrência internacional (Carvalho, 2018). Além desses dois fatores principais, temos a questão da distribuição de renda, que pouco avançou; os efeitos retardados da crise global, especialmente a partir de 2011; e do aumento do endividamento das famílias, que desacelerou o ciclo de crédito (Mello e Rossi, 2018; Carvalho, 2018). Portanto, de certo modo, a mudança na condução das políticas não era necessariamente uma *escolha*, mas a agenda que seria adotada para colocar o país em trajetória de crescimento, sim. Como veremos, decidiu-se seguir uma estratégia que privilegia os incentivos à oferta.

A agenda de incentivos à oferta

Um ponto marcante do primeiro governo Dilma foi a tentativa de rompimento com o capital financeiro, aliando-se ao capital produtivo e ao setor industrial (Saad-Filho e Moraes, 2018; Singer, 2015). Ao considerar a competitividade como o desafio principal a ser enfrentado para o crescimento, o primeiro governo de Dilma Rousseff (2011-2014) adota uma agenda focada no desenvolvimento industrial, cuja estratégia para o crescimento continha dois elementos centrais: a redução da taxa de juros e a desvalorização do real (Carvalho, 2018).

O início do primeiro governo Dilma foi marcado por um forte ajuste fiscal que afeta diretamente os investimentos públicos.¹ No segundo semestre de 2011, o Banco Central do Brasil passa a adotar uma política monetária mais expansionista. A taxa básica de juros passa de 12,42% a.a. (agosto de 2011) para 7,39% em setembro de 2012, se mantendo próxima a esse patamar até maio de 2013. Nesse período, os estímulos do governo foram na direção de sustentar a redução da Selic (Singer, 2015). De acordo com Saad-Filho e Moraes (2018), o objetivo do governo era promover o investimento e o consumo privado através da desvalorização da moeda e da redução do custo do crédito, reduzindo também o ingresso de capital estrangeiro especulativo.

A política monetária mais frouxa teve impacto imediato sobre o câmbio, desvalorizando o real. Para reforçar a desvalorização, o país realizou adicionalmente uma política cambial que impunha certo controle de capitais (Mello e Rossi, 2018). Entretanto, logo se percebeu que a desvalorização da moeda e a redução dos juros, por si só, não provocariam a aceleração do ciclo de crescimento impulsionada pelo investimento privado que se almejava. Para Saad-Filho e Moraes (2018), as medidas de controle da entrada de capitais foram marginais, limitadas e atrasadas para fazer uma diferença substantiva na desvalorização do real, prejudicando os efeitos dessa política. Além disso, a desvalorização não foi grande o suficiente para gerar efeitos sobre o setor industrial por dois fatores: as exportações brasileiras são, em sua maioria, concentradas em produtos cuja demanda é pouco elástica a preços, sendo, portanto, relativamente insensíveis a variações na taxa de câmbio; e, para ser

¹ É relevante destacar que no contexto de expansão salarial acima dos ganhos de produtividade, o ajuste também conteve o crescimento dos salários.



capaz de desenvolver setores com bom desempenho exportador, a desvalorização precisaria ser mais prolongada e profunda, de modo que em muito afetaria os salários reais (Carvalho, 2018).

A desvalorização do real impôs outra questão: a perda de um dos canais de controle da inflação. Com a perda desse canal, o governo passa a utilizar mecanismos microeconômicos para lidar com um fenômeno macroeconômico, represando os preços administrados – principalmente de energia e combustível. Para Mello e Rossi (2018), essa medida cumpre uma dupla função, pois compensa a elevada inflação de serviços e os efeitos da desvalorização cambial sobre os preços comercializáveis, contribuindo para manter a inflação no intervalo da meta, além de reduzir os custos dos setores produtivos.

Do lado fiscal, passado o arrocho inicial de 2011, a principal mudança durante esse governo ocorreu na composição do gasto público, e não em seu tamanho. Os estímulos fiscais do governo Dilma se deram sobretudo por meio de subsídios e desonerações que, além de serem pouco efetivos para dinamizar a demanda agregada, pois não alavancaram o investimento privado, ainda foram realizados em detrimento do investimento público, que tem maior efeito multiplicador sobre a renda e o emprego no curto e no longo prazo. Isto é, a agenda adotada pelo governo no período, muitas vezes caracterizada como desenvolvimentista, consistiu em um conjunto de políticas orientadas pela oferta.

As desonerações fiscais ganharam centralidade na política econômica e se tornaram um dos principais eixos das políticas fiscal e industrial

(Carvalho, 2018), contudo, a falta de seletividade sobre quais seriam os setores estratégicos que receberiam os estímulos para dinamizar a indústria fez com que a política industrial fracassasse em estimular a competitividade. Ao invés de ter realizado um projeto nacional de desenvolvimento, o governo, que muitas vezes é caracterizado como desenvolvimentista, parece ter atuado como intermediador dos interesses do setor privado, atendendo e respondendo às suas demandas. Dado o não protagonismo do investimento público no rol das políticas econômicas, a política fiscal foi utilizada como um mecanismo de apoio à rentabilidade do setor privado (Mello e Rossi, 2018).

O conjunto dessas políticas, que inicialmente visavam incentivar a indústria e aumentar a competitividade do setor, teve como resultado uma grande perda de arrecadação pelo governo federal (Mello e Rossi, 2018; Carvalho, 2018). A deterioração fiscal observada no primeiro governo Dilma é resultado da queda de receita: apesar de não ter ocorrido expansão do gasto acima da média histórica, o crescimento real da receita pública foi muito inferior (Mello e Rossi, 2018; Dweck e Teixeira, 2017). Para além da deterioração fiscal, as políticas ainda não foram capazes de estimular o investimento privado, que era o objetivo do governo.

Além de não trazerem os resultados que o governo esperava, as políticas adotadas intensificaram a tensão do governo com os setores dominantes no decorrer do primeiro governo Dilma. Singer (2015) chama atenção para o confronto direto

Os estímulos fiscais do governo Dilma se deram sobretudo por meio de subsídios e desonerações que, além de serem pouco efetivos para dinamizar a demanda agregada, pois não alavancaram o investimento privado, ainda foram realizados em detrimento do investimento público, que tem maior efeito multiplicador sobre a renda e o emprego no curto e no longo prazo.



que o governo entrou com o setor financeiro. As determinações de redução da taxa de juros e do spread não foram bem recebidas pelo sistema financeiro, pois significavam a diminuição dos lucros auferidos pelos bancos privados. Com efeito, a retirada de Mantega do Ministério da Fazenda se torna meta prioritária do setor financeiro (Singer, 2015).

Já no final do primeiro governo Dilma observamos uma crescente tensão em torno da manutenção da agenda que vinha sendo seguida. Sob o pânico criado pelo setor financeiro e pela grande mídia de uma ameaça de descontrole da inflação, em 2013 o Banco Central é cooptado pela pressão do setor financeiro e abandona a política monetária de inspiração desenvolvimentista (Saad-Filho e Moraes, 2018; Singer, 2015). Ainda no primeiro semestre de 2013, assistimos a elevações na taxa básica de juros e a imposição de restrições ao crédito.

A insatisfação da agenda adotada não se restringia aos setores nacionais, grandes meios de comunicação como o *The Economist* e o *Financial Times* defendiam a necessidade de reduzir os gastos do Estado, reformar as leis trabalhistas e aumentar as privatizações (Singer, 2015). As grandes mídias nacionais urgiam a necessidade de se retomar integralmente o tripé macroeconômico – metas de inflação com juros altos, elevados superávits primários e câmbio flutuante – e frear o consumo e os gastos públicos, devido à ameaça de inflação (Singer, 2015). Em meio a pressão da mídia e dos setores dominantes, as crescentes insatisfações da classe trabalhadora, e as contraditórias reivindicações de 2013, temos as eleições de 2014. Garantindo a continuidade da política econômica, com um papel ativo do Estado e foco nos serviços públicos, Dilma é eleita (52% dos votos válidos) com uma margem menor que a eleição anterior.

A consolidação da agenda de austeridade fiscal

A deterioração da economia fica notável quando observamos a taxa de crescimento do PIB, que apresentava sinais de desaceleração, caindo desde 2010. Apesar de ter sido eleita garantindo a continuidade da política econômica e um maior protagonismo dos serviços públicos, após reeleita a presidente nomeia Joaquim Levy para a Fazenda – retirando Mantega, como aspirava o setor financeiro, e adotando a agenda proposta por seu adversário no período eleitoral, que perdeu nas urnas. Após aceitar o posto, Joaquim Levy já anuncia a implementação de uma política de austeridade fiscal com objetivo de controlar a deterioração da conta de transações correntes e reduzir o déficit nas contas públicas.

O segundo governo Dilma se inicia com um forte ajuste fiscal que, mais uma vez, impactou principalmente os investimentos públicos (Carvalho, 2018). Para Mello e Rossi (2018), a medida foi mais que um simples ajuste fiscal, pois abarcou medidas restritivas de outras políticas e em outras áreas de atuação do Estado. De acordo com os autores, o objetivo era, na realidade, retomar o tripé macroeconômico.

O ajuste não teve o resultado esperado, não sendo capaz de atingir um de seus objetivos, que era reverter a deterioração das contas públicas. Na realidade, a medida afetou ainda mais as receitas públicas, que em 2015 apresentaram um recuo de 6,3% na comparação com 2014, frente a uma expansão de 2,1% das despesas (Mello e Rossi, 2018). Dweck e Teixeira (2017) argumentam que a consequência do ajuste foi a piora no resultado fiscal, pois acentuou a desaceleração, impactando ainda mais as receitas. A manutenção dos juros altos e da retração do crédito, somado ao ajuste fiscal e cambial, marcam o início das políticas de austeridade (Saad-Filho e Moraes, 2018; Mello e Rossi, 2018).



Ao adotar uma agenda de políticas orientadas pela oferta, um ambiente propício para argumentação da necessidade de políticas de austeridade durante períodos recessivos é criado. As políticas de desonerações fiscais, adotadas amplamente desde 2011, juntamente com a redução significativa dos investimentos públicos, e com a expressiva queda da FBCF que aconteceu a partir do segundo trimestre de 2014 (Oreiro, 2017), resultaram em forte desaceleração dos investimentos. O aumento do desemprego, a queda dos salários dos trabalhadores pouco qualificados e o reajuste brusco dos preços administrado resultou queda da renda real por trabalhador, reduzindo o consumo das famílias, que até 2014 contribuía positivamente para o crescimento. Esses fatores, combinados com o cenário externo não tão favorável como durante a década de 2000 desencadearam a recessão de 2015 (Rossi e Mello, 2017). Tais elementos, somados ao aumento acelerado da razão dívida/PIB, reforçaram o discurso que defendia a necessidade das reformas e de políticas de austeridade mais severas, atuando como um vetor para o avanço da agenda neoliberal.

Marquetti et al (2016) acreditam que, enquanto no primeiro governo o principal erro de Dilma foi adotar uma estratégia de crescimento via subsídios e estímulos ao setor privado num período de queda da taxa de lucro, no segundo governo seu erro primordial foi apostar em uma agenda política de hegemonia neoliberal, que resultou uma acentuada queda do produto em meio ao conturbado cenário político daquele momento. A mudança da orientação da política econômica, além de ter sido incapaz de reconquistar o apoio da grande burguesia, perdeu a sustentação dos setores sociais que apoiaram sua reeleição. Esses fatores, somado aos escândalos de corrupção apontados pela operação Lava Jato e ao cenário de instabilidade econômica e política (Pinto, 2019), resultaram na abertura do

processo de impedimento da presidente em dezembro de 2015 (Marquetti et al, 2016, p. 20-21).

O debate das políticas de austeridade ganha novo fôlego após a grande crise de 2008, sendo fortemente preconizadas como mecanismo eficiente para reduzir a dívida pública e recuperar a economia. Argumenta-se que, ao sinalizar que o governo tem responsabilidade com as contas públicas através de um ajuste fiscal (que preferencialmente ocorra através da redução dos gastos do governo), as expectativas seriam recuperadas, estimulando o investimento privado e o crescimento. Assim, a austeridade seria expansionista (Alesina et al, 2019).

Teoricamente, os proponentes dessa teoria argumentam com base no pressuposto da disputa de recursos existente entre o setor público e privado (Rossi et al, 2018). Assim, a austeridade seria expansionista pois uma redução do gasto público abriria mais espaço para o investimento privado, estimulando a economia. Ignora-se que, além dessa disputa de recursos – ou de poupança – não existir, o investimento público tem ainda a capacidade de estimular o investimento privado, não se tratando de “bens substitutos”, mas sim de “bens complementares” (Sanches e Rocha, 2010). Desconsidera-se que assim como a renda se transforma em gasto, o gasto também se transforma em renda, de modo que a contração do gasto do governo tem efeitos sobre as famílias, impactando negativamente a renda privada. E esquece-se que os períodos de recessão (e crise) econômica envolvem uma característica que é a elevada incerteza em relação ao futuro, desestimulando os investimentos privados produtivos.

Quando a economia se encontra em desaceleração (ou recessão) é imprescindível a adoção de políticas que sustentem a demanda, criando estímulos para o crescimento. Considerando que as economias de mercado tendem a gerar



insuficiência de demanda agregada, cabe ao Estado estimular a economia em momentos recessivos, atuando com o objetivo de eliminar a carência de demanda efetiva para reanimar o crescimento (despertar o “animal spirits”), reduzir o desemprego e aumentar o nível de renda agregada. O Estado é um elemento integrante e indispensável ao bom funcionamento da economia de mercado, e a criação de déficits orçamentários em uma economia abaixo do pleno emprego é um mecanismo para atingir esse objetivo. Por esse motivo, em momentos de recessão (e crise) econômica, cabe justamente ao Estado ampliar os gastos públicos para gerar demanda efetiva. Os investimentos públicos devem ser utilizados como mecanismos que equalizem e suavizem as oscilações de mercado, reduzindo a incerteza.

A austeridade é incapaz de reestimular o crescimento da economia pois tem efeito contracionista sobre a demanda e reduz o espaço de atuação do Estado, que passa a ter a autonomia na formulação de políticas econômicas ainda mais restrita. Em períodos de contração do ciclo econômico, em que os componentes da demanda privada – consumo das famílias, investimento e demanda externa – estão em processo de desaceleração, contrair a demanda pública só agrava o cenário, uma vez que são necessárias medidas que sustentem e estimulem a demanda para, assim, reaquecer o mercado interno. Contudo, o caminho seguido pelas autoridades econômicas frente à crise que se apresentava em 2015 foi diferente.

Frente à desaceleração, um novo (e incisivo) ajuste é realizado pelo governo interino em 2016, após o afastamento da presidente eleita. A intenção de reformar o Estado brasileiro é evidente em todo o programa de governo do presidente interino, argumentando que o Estado vive uma severa crise fiscal que só se agravará, “a menos que reformas

estruturais sejam feitas para conter o crescimento da despesa”, havendo “necessidade preliminar de reconstituirmos o Estado brasileiro” pois “sem um ajuste de caráter permanente que sinalize um equilíbrio duradouro das contas públicas, a economia não vai retomar seu crescimento e a crise deve se agravar ainda mais”. O ajuste é apresentado como necessário, pois “sem cuja solução ou encaminhamento, qualquer esforço para relançar a economia será inútil” (PMDB, 2016, p. 3-5).

Entre os ajustes e reformas realizados, um dos mais expressivos foi a instituição de um Novo Regime Fiscal (EC 95/2016, conhecida como “teto de gastos”, doravante NRF), aprovado em dezembro de 2016, que limita as despesas primárias do Governo Federal por 20 anos – podendo ser revista apenas após 10 anos. Assim, durante *pele menos* dez anos, o gasto federal do Estado brasileiro, excluído o pagamento de juros sobre a dívida pública, passou a ser limitado por um teto definido pelo montante do gasto do ano anterior reajustado pela inflação acumulada, medido pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) (Rossi e Dweck, 2016). Ou seja, uma austeridade fiscal permanente por duas décadas, que só poderá ser revista em 2026, uma década após sua implementação.

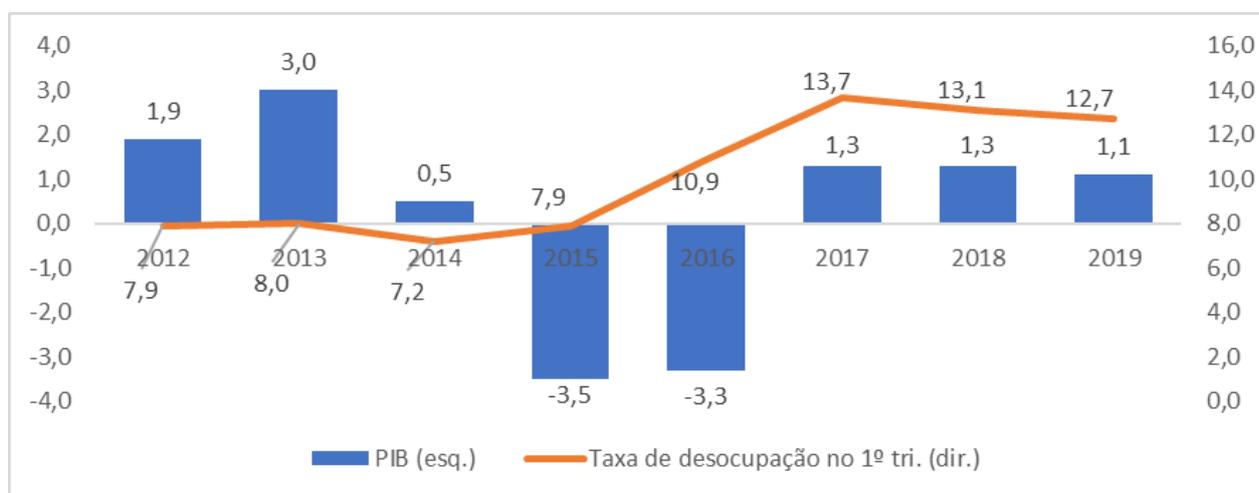
Devido à regressividade tributária, o gasto público é o principal mecanismo que o Estado brasileiro tem para minimizar os efeitos concentradores do sistema produtivo e a concentração de riqueza. Dweck et al, 2018 observam que o impacto da política fiscal no Brasil ocorre por duas vias: uma que vai em direção à distribuição (o gasto) e outra que vai na contramão, concentrando renda (lado tributário). Assim, o NRF, além de retirar os instrumentos do Estado para responder contra ciclicamente em momentos de instabilidade e crise, afeta diretamente a vida da



população, acentuando a desigualdade. Pires (2016) analisa que o objetivo do NRF é reverter todo o ganho real de arrecadação crescimento do PIB para o resultado primário – i.e., reduzir a despesa em percentual do PIB gradativamente, mas a qualquer custo, a fim de recompor o resultado primário em alguns anos. O objetivo final da política fiscal se torna a obtenção de um resultado primário superavitário.

O comportamento da taxa de desemprego explicita a incapacidade da agenda de políticas contracionistas e das reformas liberalizantes recuperarem o dinamismo do mercado de trabalho (e da economia). Mesmo após a institucionalização do NRF e da reforma trabalhista, o ano de 2019 se inicia com 12,7% da população economicamente ativa desocupada, taxa semelhante à verificada no primeiro trimestre de 2020 (12,2%).

Gráfico 1: Taxa acumulada de crescimento do PIB e taxa de desocupação (%).



Fonte: Sistema de Contas Nacionais (IBGE) e Ipeadata.

A agenda não foi capaz de recuperar o dinamismo do mercado de trabalho. As pesquisas de emprego indicam que o desemprego entrou em trajetória sustentável de crescimento a partir de 2015 e se manteve em patamares elevados desde então. A taxa de desemprego do quarto trimestre de 2014, quando a economia já estava em desaceleração, foi de 6,5%. No quarto trimestre de 2015, quando já havia sido realizado um ajuste fiscal a fim de reestimular a economia que estava em recessão, a taxa de desemprego salta para 8,9%, patamar mais elevado desde o início da série realizada pela PNAD Contínua (primeiro trimestre de 2012). No primeiro trimestre de 2017 temos a taxa recorde da série (13,7%).

Da agenda neoliberal-desenvolvimentista à agenda de austeridade: considerações finais

A economia não entrou em trajetória de recuperação sustentável com a agenda de austeridade fiscal, assim como não tinha conseguido com a política de estímulo a oferta. Por se tratar de uma política de caráter recessivo, a política de austeridade tem como resultado a queda do PIB devido à contração da atividade econômica que o ajuste fiscal gera. Como as receitas fiscais são elásticas ao PIB, mas as despesas públicas não, o déficit tende a crescer ao invés de reduzir. Apesar do NRF e das reformas liberalizantes, aprovados como a garantia que o país se recuperaria, o PIB apresentou um pífio crescimento em torno de 1% nos anos que se



seguiram à crise, estando sempre a uma reforma para o país decolar.

Se a agenda neoliberal-desenvolvimentista se mostrou insustentável por não ser possível manter o jogo do “ganha-ganha”, o NRF impôs um caráter contracionista na demanda do Estado, retirando os instrumentos fiscais que o capacitam a enfrentar crises econômicas. Ao impor um limite fiscal para o país durante um período tão longo, o NRF instituiu a austeridade como um “pacto privado” entre as elites e classes dominantes no Brasil. As reformas e Emendas Constitucionais foram aprovadas sem que houvesse concordância da população – que não tem sido efetivamente representada pelo Congresso Nacional. Além disso, é um “pacto privado” pois tais reformas e mudanças constitucionais indicam uma captura do Estado pelos interesses da alta finança – indicando um processo de financeirização do Estado.²

Ademais, a mudança constitucional afeta negativamente o financiamento dos serviços públicos, penalizando a população de mais baixa renda. Ao impor um crescimento real nulo do gasto público federal por um longo período – e, conseqüentemente, uma redução do gasto público em proporção do PIB –, o resultado é uma redução substancial do tamanho do Estado, piorando a desigualdade social e de renda. É inquestionável que a parcela da população que mais sofrerá os impactos de tal política é aquela de menor renda, que enfrenta maior vulnerabilidade pelo lado da renda, do emprego e dos direitos sociais cada vez mais combatidos frente as limitações fiscais do Estado. A agenda econômica pós-golpe parlamentar não é uma agenda que visa recuperar a economia e estimular a geração de emprego e renda, uma vez que constrange os mecanismos que poderiam ser

manipulados para esse fim. Como economia é política, pois implica escolhas, não podemos deixar de questionar quais agentes ganham com a agenda de políticas neoliberais, que tende a gerar pobreza e aprofundar desigualdades devido ao seu caráter contracionista.

Referências

Alesina, A.; Favero, C.; Giavazzi, F. (2019). *Austerity: When it works and when it doesn't*. Princeton University Press, Feb. 2019.

Braga, R. (2016). Terra em transe: o fim do lulismo e o retorno da luta de classes, p. 55- 92. In: Singer, A. e Loureiro, I. (orgs.) *As contradições do Lulismo: A que ponto chegamos?* Editora Boitempo, 2016.

Carvalho, L. (2018). *Valsa brasileira: do boom ao caos econômico*. 1ª. ed. São Paulo: Todavia, 2018. 192p.

Dweck, E.; Gaiger, S.; Rossi, P. (2018). *Austeridade e desigualdade social no Brasil*, p. 32-56. In: Rossi, P.; Dweck, E.; Oliveira, A. N. M. (orgs.) *Economia para poucos: Impactos Sociais da Austeridade e Alternativas para o Brasil*. Autonomia Literária, 2018.

Dweck, E.; Teixeira, R. A. (2017). *A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica*. Texto para Discussão. Unicamp. IE, Campinas, n. 303, jun. 2017.

IBGE. PNAD, vários anos. Disponível em: https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/pesquisas/pesquisa_re-sultados.php?id_pesquisa=40.

_____. *Sistema de Contas Nacionais, Brasil: vários anos*. Rio de Janeiro: IBGE, 2019.

² Agradeço ao professor Miguel Bruno por este *insight*.



Keynes, J. M. (1936 [1983]). *A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*, São Paulo: Abril Cultural, 1936[1983].

Lavinas, L. (2015). *A financeirização da política social: o caso brasileiro*. *Politika*, n. 2, July 2015, Rio de Janeiro.

Marquetti, A.; Hoff, C.; Miebach, A. (2016). *Lucratividade e distribuição: a origem econômica da crise brasileira*. *Texto para Debate*. Departamento de Economia, PUCRS, out. 2016.

Mello, G.; Rossi, P. (2018) *Do industrialismo à austeridade: a política macro dos governos Dilma*, p. 245-282. In: Carneiro, R.; Baltar, P.; Sarti, F. (orgs.) *Para além da política econômica*. Editora UNESP, 2018.

Morais, L.; Saad-Filho, A. (2011). *Da economia política à política econômica: o novo-desenvolvimentismo e o governo Lula*. *Revista de Economia Política*, vol. 31, nº 4 (124), p. 507-527, outubro-dezembro/2011.

Oreiro, J. L. (2017). *A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica*. *Revista Estudos Avançados*, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 75-88, mar. 2017. Disponível em: <http://anpocs.com/index.php/estudos-avancados/user-item/6615-revistaestudos-avancados/434-a-grande-recessao-brasileira-diagnostico-e-uma-agenda-de-politicaeconomica>.

Paula, L. F.; Modenesi, A. M.; Pires, M. C. C. (2015). *The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: A case of (Keynesian) policy coordination?* *Journal of Post Keynesian Economics*, 37:3, 408-435, DOI: 10.1080/01603477.2015.1000118.

Pinto, E. C.; Pinto, J. P. G., Saludjian, A. Nogueira, I.; Balanco, P.; Schonerwald, C.; Baruco, G. (2019). *A guerra de todos contra todos e a Lava*

Jato. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, 2019.

Pires, M. C. C. (2016). *Análise da PEC 55*. *Nota técnica IPEA*, Carta de conjuntura nº 3.

PMDB. (2016). *Uma ponte para o futuro*. Programa de governo, PMDB, 2016. Disponível em: <https://www.fundacaoulisses.org.br/wp-content/uploads/2016/11/UMA-PONTE-PARA-O-FUTURO.pdf>.

Rossi, P. Dweck, E. (2016). *Impactos do Novo Regime Fiscal na saúde e educação*. *Cadernos de saúde pública*, 32(12). doi: 10.1590/0102-311X00194316.

Rossi, P.; Dweck, E.; Arantes, F. (2018). *Economia política da austeridade*, p. 14-31. In: Rossi, P.; Dweck, E.; Oliveira, A. N. M. (orgs.) *Economia para poucos: Impactos Sociais da Austeridade e Alternativas para o Brasil*. *Autonomia Literária*, 2018.

Rugitsky, F. (2016). *Milagre, miragem, antimilagre: A economia política dos governos Lula e as raízes da crise atual*. *Revista Fevereiro*, [S.l.], n. 9, p. 1-8, abr. 2016. Disponível em: <http://www.revistafevereiro.com/pag.php?r=09&t=03>.

Saad-Filho, A.; Moraes, L. (2018). *Brasil: Neoliberalismo versus democracia*. Editora Boitempo, 2018.

Sanches, N. G.; Rocha, F. (2010). *Investimentos estaduais públicos e privados: “bens” substitutos ou complementares?* *Economia Aplicada*, v. 14, n. 2, 2010, p. 211-223.

Sicsú, J. (2019). *Governos Lula: a era do consumo?* *Revista de Economia Política*, vol. 39, nº 1 (154), p. 128-151, janeiro-março/2019.

Singer, A. (2015). *Cutucando onças com varas curtas: O ensaio desenvolvimentista no primeiro*



mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). Novos Estudos, [S.l.], v. 34, n. 2, p. 39- 67, jul. 2015. Disponível em:

<http://novosestudos.uol.com.br/produto/edicao-102/>.



Mais sobre o aumento da taxa de juros em 2021

Carmem Feijo - Professora da Faculdade de Economia da UFF e coordenadora do Finde

Eliane Araújo – professora de Economia da UEM

Em março de 2021 o Copom iniciou nova escalada de juros, aumentando em 0,75pp a taxa básica e voltando a subir mais 0,75 pp em maio. O aumento da taxa básica de juros em plena pandemia da Covid-19 não surpreendeu o mercado financeiro, que já havia manifestado grande preocupação com a elevação do IPCA por força dos preços das *commodities* e da elevada desvalorização do real em 2020 e início de 2021. O resultado do PIB do primeiro trimestre de 2021, com expansão de 1,2% em relação ao último trimestre de 2020, pode ser visto como validando a decisão do Copom, que se antecipou a uma recuperação da atividade econômica acima do esperado, a despeito da taxa de 14,7% de desemprego (a mais alta da série histórica iniciada em 2012).

Com a elevação das expectativas inflacionárias pelo mercado financeiro, a autoridade monetária seguiu o protocolo do regime de metas de inflação que recomenda a elevação da taxa básica de juros para fazer convergir as expectativas para a meta de inflação. Ou seja, para restringir o repasse de pressões de custo aos preços, a política monetária deve atuar para contrair a demanda agregada. Como apontado por analistas³, mesmo quando a inflação não tem por causa uma pressão de custo, o Copom deve considerar os efeitos secundários, ou seja, o repasse dos choques adversos em alguns preços ao restante da economia. No caso de a expectativa de inflação para um ou dois anos à frente

subir muito, então o diagnóstico é de que o choque não é temporário, e a taxa básica de juros deve subir.⁴

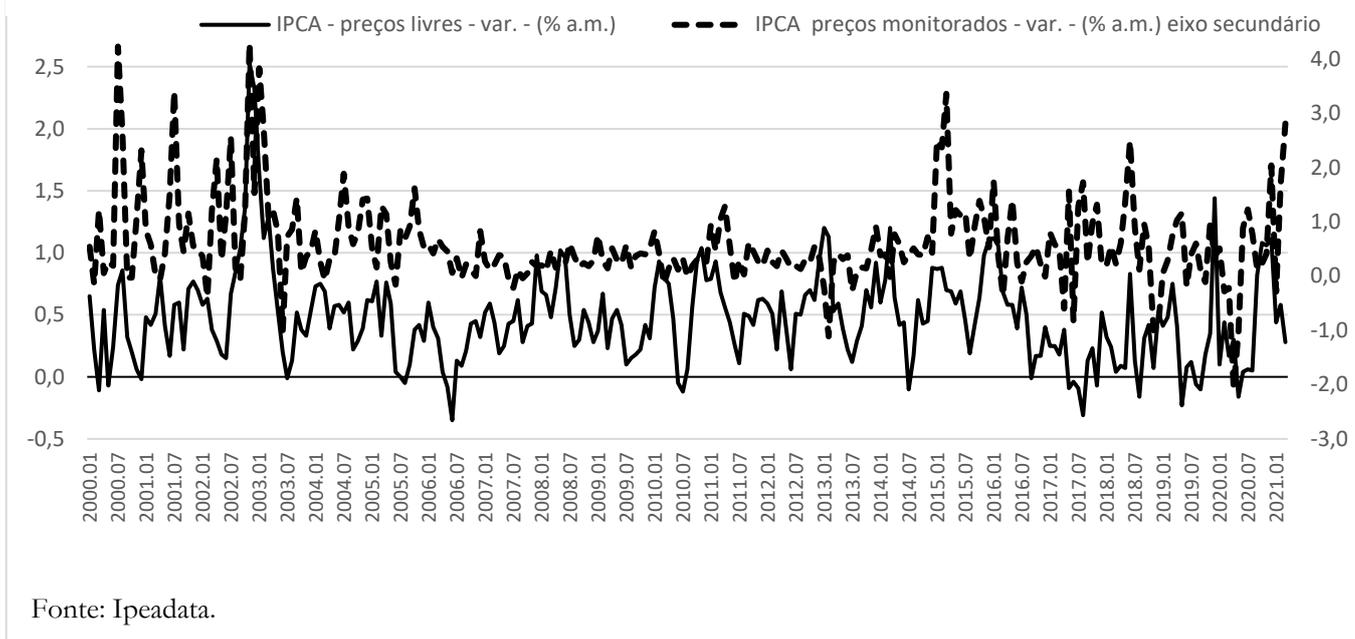
Argumentamos nesta nota que a decisão de ‘seguir o protocolo’ desconsidera pelo menos duas características importantes da economia brasileira que diminuem o impacto de uma alta na taxa de juros sobre a inflação: a mudança na estrutura da oferta nas últimas duas décadas dado o avanço acelerado da desindustrialização e a expressiva presença de preços monitorados no índice oficial de inflação (IPCA).

A mudança na estrutura produtiva se caracterizou pela desindustrialização prematura e pela especialização da pauta de exportações em *commodities*. Ambos os fatores contribuíram para que a inflação no país se tornasse mais dependente da inflação dos nossos parceiros comerciais e dos preços das *commodities* no mercado internacional. Esse retrocesso de nossa estrutura produtiva tornou, assim, a inflação mais suscetível às pressões de custo advindas do

³<https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2021/03/este-banco-central-merece-um-voto-de-confianca.shtml>.

⁴ As projeções de inflação do Copom situam-se em torno de 5,1% para 2021 e 3,4% para 2022. Esse cenário supõe trajetória de juros que se eleva para 5,50% a.a. neste ano e para 6,25% a.a. em 2022.



Gráfico 1: IPCA Preços livres e IPCA preços administrados: variação percentual no mês: 2000-2021

comércio internacional. Os preços administrados, por sua vez, são basicamente determinados ou influenciados por uma regra de reajuste estabelecida por órgão público. Esse é o caso dos transportes, saúde e cuidados pessoais, habitação, comunicação e outros, que correspondem a mais de 25% do IPCA. De acordo com o Banco Central do Brasil (2016, p. 13 nota 12), boa parte dos itens que compõem os preços administrados, como energia e combustíveis, são insumos na produção de outros bens e serviços e, portanto, os impactos ao longo da cadeia produtiva e de distribuição se configuram nos efeitos secundários desses aumentos. Ora, esses preços são pouco sensíveis às condições de oferta e demanda, ou seja, pouco se alteram quando a política monetária se torna tanto mais restritiva quanto mais expansiva. Assim, essa parcela de preços não responde às mudanças na taxa de juros, e a política monetária precisa ser ainda mais contracionista para induzir a inflação para a meta estipulada. O Gráfico 1 ilustra a evolução dos preços administrados e dos preços livres desde 2000 até o primeiro trimestre de 2021. Apesar de a média de

variação mensal dos preços dos dois grupos serem próximas (0,53% e 0,59% para os preços livres e administrados, respectivamente), o mesmo não se observa em termos do desvio padrão: 0,75 e 1,60 respectivamente. O coeficiente de correlação entre as séries, de 0,27, também sinaliza na direção da inadequação do uso de um único instrumento para o controle dos preços cujo comportamento segue estímulos muito diferenciados.

Além das especificidades da economia brasileira, devemos acrescentar o caráter extraordinário do momento da pandemia, que se caracteriza por ser de incerteza absoluta. Ainda não há um consenso entre os especialistas sobre a duração da pandemia dada as novas variantes do vírus e a demora no processo de imunização. Como avaliar com acuidade a formação de expectativas de preços neste contexto? Por outro lado, o cenário de incerteza econômica causada pela pandemia continuará a pressionar os gastos públicos e piorar os indicadores de endividamento público, o que alimenta a narrativa em defesa da política de



austeridade fiscal e da política monetária contracionista.

Assim, as duas especificidades aliadas ao momento de incerteza absoluta sobre a pandemia tornam, na nossa avaliação, a taxa básica de juros pouco eficiente como instrumento de combate à inflação. Porém, sabemos que a política monetária restritiva também pode ser utilizada para debelar processos inflacionários que têm origem pelo lado da oferta. Neste caso, a elevação da taxa de juros não atua sobre as causas que originam a aceleração da inflação, mas procura reduzir os efeitos de choques de custo. Ao reduzir os níveis de atividade e emprego da economia, a política monetária restritiva pode evitar que a elevação nos custos seja repassada em sua totalidade para os preços. O Comitê de Política Monetária sabe disso e por isso procura se justificar com a tese que expectativas de inflação crescentes acelerarão a inflação mesmo que não haja excesso de demanda. Na verdade, a elevação da taxa de juros para reduzir as expectativas de inflação apenas provoca um aumento desnecessário do desemprego e do hiato de produto.

O ônus de se utilizar a taxa de juros para o combate a uma inflação de custo é o de criar uma ‘convenção’ de um nível excessivamente elevado de juros, fato que, numa economia financeirizada, beneficia a classe de rentistas. À luz da macroeconomia pós Keynesiana, uma convenção de juros reais elevados mantém a economia com baixo ritmo de crescimento e baixa taxa de investimento, o que no caso da economia brasileira tem resultado em retrocesso da matriz produtiva e estagnação da produtividade ao contribuir para perpetuar as pressões de custo sobre os preços e o patamar elevado de juros. Ademais, a convenção de juros reais altos faz com que as expectativas de aumento significativo da inflação

reflitam mais um desejo dos participantes do mercado financeiro e que são informantes da pesquisa Focus, por exemplo, e não a fenômenos reais que tornam crescentes as expectativas de inflação. Nesta linha de raciocínio, os questionamentos de dois artigos – de J L Oreiro e L F de Paula⁵ e de André Lara Resende⁶ – bem colocam que a decisão de março aponta para a ‘volta do rentismo’.

Vale recordar que o contexto de estagnação do produto e elevado desemprego vem acompanhado de políticas de austeridade fiscal implementadas desde 2015. Quanto à política monetária, o movimento de queda da taxa básica de juros (Selic) iniciada em 2016 foi interrompido em março de 2021, quando o IPCA atingiu 6,10% em 12 meses, valor superior ao teto da meta (3,75% com limite de 5,25%) estabelecida para 2021, mas, em termos reais, ela se reduzira a 0,7% aa – um valor muito menor do que aquele ao qual está acostumado o mercado financeiro. O Banco Central reduziu a Selic de 14,15% aa em agosto de 2016 para 1,94 % aa em agosto de 2020 até fevereiro de 2021 principalmente porque a economia se mostrava quase estagnada, mas tal redução, como mostra o Gráfico 1, levou a taxa de juros real a ficar negativa em 2020, fato que contraria as expectativas do mercado financeiro.

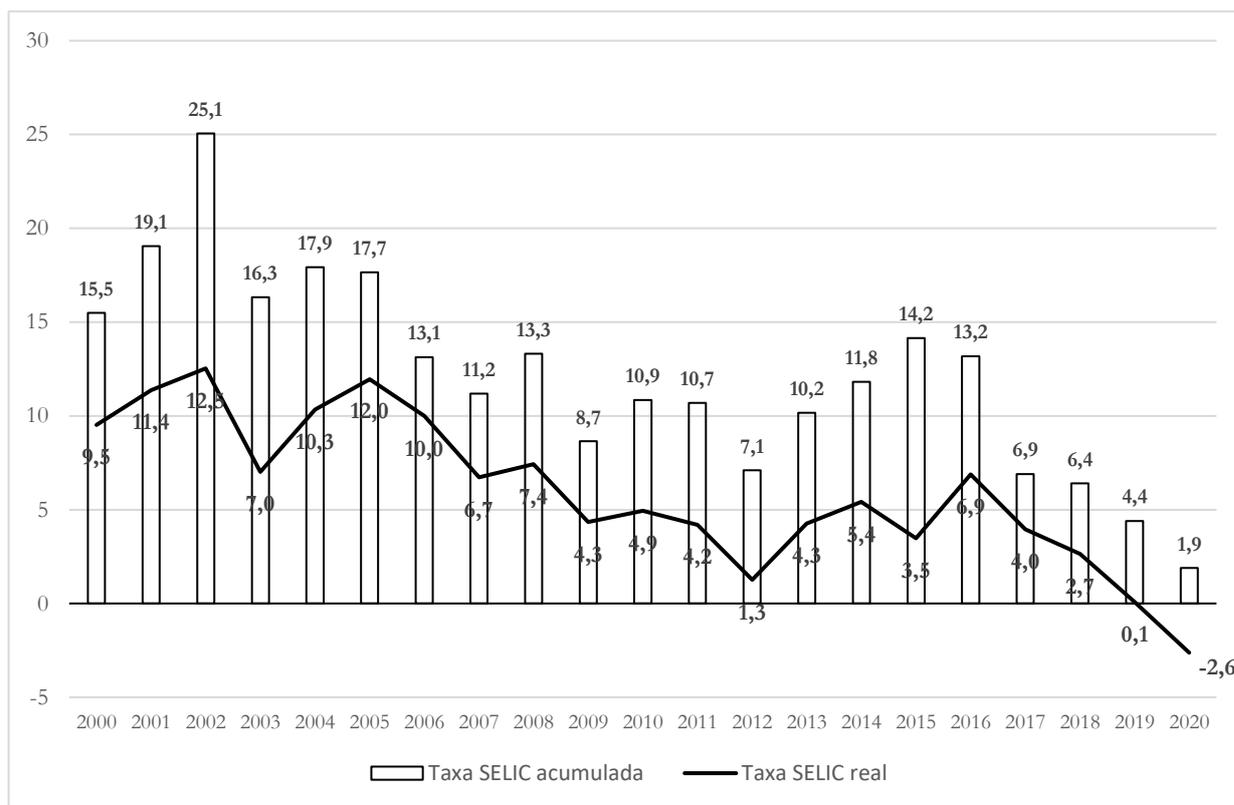
A força do rentismo se faz sentir na pressão sobre a curva longa de juros da dívida pública. Esta, como foi apontado, estava subido aceleradamente no primeiro trimestre. Aqui, cabe elucidar que o mercado financeiro é o maior detentor de títulos da dívida pública, e, por tabela, o público com recursos poupados junto aos fundos de investimento dos bancos e instituições financeiras. Logo, a subida de juros agora e a sinalização de que continuará a subir irá representar, como bem mostrou André Lara Resende, uma transferência de renda do setor público para o

⁵ <https://valor.globo.com/eu-e/artigo/luiz-f-de-paula-e-oreiro-elevacao-na-selic-pode-sinalizar-a-volta-do-rentismo.ghtml>

⁶ <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2021/04/01/andre-lara-resende-a-quem-interessa-a-alta-dos-juros.ghtml>



Gráfico 2: Taxa Selic nominal e real (%): 2000-2020



Fonte: BCB (série 4189) e IBGE (IPCA)

setor financeiro, com a economia em recessão e sem condições de usar o gasto público com componente de sustentação da demanda agregada.

Por fim, vale lembrar que desde a crise financeira internacional, o arsenal de instrumentos usados pelos bancos centrais dos países desenvolvidos tem sido ampliado. Há um entendimento de que para situações diferentes, deve-se desenvolver novas ferramentas de trabalho. No âmbito dos instrumentos de política monetária encontra-se o *forward guidance*. O *forward guidance* é uma ferramenta de política monetária usada pelo banco central para sinalizar a taxa de juros de determinado período e assim guiar a economia para que a expectativa seja atendida. Este tem sido um

reforço importante ao kit de ferramentas do Banco Central Americano (*Federal Reserve – Fed*), e tem sido utilizada para fornecer acomodação adicional à política monetária depois que as taxas de juros de curto prazo caíram perto de zero. O *forward guidance* implicou a orientação estendida de taxas futuras, com o anúncio de que manter as ‘taxas objetivo’ era manter a taxa de juros de curto prazo mais baixa por mais tempo do que se poderia esperar, pressionando significativamente as taxas de empréstimos de longo prazo.⁷

No caso do Brasil, considerando-se a contração da economia em 2020 e o elevado nível de desemprego em 2021 e as incertezas em relação a evolução da

⁷ Yellen (2016) aponta estudos que evidenciaram que as políticas de *forward guidance* ajudaram a impulsionar o crescimento da

demandas por bens e serviços, reduzir a taxa de desemprego e evitar que a inflação caísse ainda mais abaixo do objetivo de 2%.



pandemia, não seria o caso de um *forward guidance* na direção de manter a queda nas taxas de juros (como ocorreu brevemente no segundo semestre de 2020)? Ademais, o aumento na taxa de juros afeta diretamente a dívida pública, cujas tentativas de controle recaem basicamente sobre o corte de despesas do governo. O conservadorismo da orientação da política monetária no Brasil é um ponto fora da curva em relação ao debate internacional sobre política monetária. Assim, as sinalizações de captura do BCB pelo mercado financeiro deveriam ser levadas em consideração na avaliação das decisões do Copom.

Concluimos, que com o avanço da desindustrialização e a queda nos investimentos produtivos, o destino da poupança privada, que no caso do Brasil está concentrada no financiamento da

dívida pública, é para ganhos rentistas com títulos públicos. A gestão da política monetária de forma conservadora e anacrônica só deve levar a um maior empobrecimento da economia brasileira, com aumento da taxa de sacrifício por combater inflação de custos com instrumentos inadequados, mas defendidos, com muita força, pelos rentistas.

Referências

Yellen, J. (2016). *The Federal Reserve's Monetary Policy Toolkit: Past, Present, and Future*. At "Designing Resilient Monetary Policy Frameworks for the Future," a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20160826a.htm>



Mercado de trabalho: 1o. trimestre de 2021

Vinicius Brandão – doutorando e economia pela UFF e pesquisador do Finde

A Pesquisa Nacional de Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) referente ao trimestre terminado em março de 2021 divulgada na última semana de maio apresentou que a taxa de desemprego no Brasil alcançou a marca de 14,7%, o maior valor da série histórica da PNAD. Todavia, é importante analisar que apesar dos efeitos da pandemia do novo Coronavírus, a trajetória de elevação do desemprego não começou em 2020, apenas se acentuou nesse período.

Como é possível verificar no Gráfico 1, o movimento de ascensão da taxa de desemprego no Brasil começa durante o primeiro trimestre de 2015 e passa por um período de alta constante até o primeiro trimestre de 2017, ponto no qual atinge a marca de 13,7%. Entre o primeiro trimestre de 2017 e o primeiro trimestre de 2020, período imediatamente anterior à deflagração da pandemia, a taxa de desemprego fica praticamente estável e passa por uma leve queda, a qual fez com que o indicador apresentasse a taxa de 12,2% em março de 2020.

Gráfico 1: Taxa de desemprego no Brasil - 1º Tri 2012 até 1º Tri 2021



Fonte: PNAD Contínua – IBGE. Elaboração própria.

O período de maior ascensão da taxa de desemprego entre março de 2015 e março de 2017 pode ser analisado como resultado da recessão econômica no Brasil nos anos de 2015 e 2016. Além disso, nesse período destaca-se o ajuste recessivo iniciado durante o Governo Dilma Rousseff com Joaquim Levy no Ministério da Fazenda e tendo

continuidade com o Governo Michel Temer. Ressalta-se, contudo, que após dois anos de recessão econômica, a recuperação econômica e do nível de emprego é modesta, mantendo a taxa de desemprego praticamente estável entre os anos de 2017 e 2020. Verifica-se, portanto, que no período pré-pandemia o Brasil convivia com um patamar elevado de



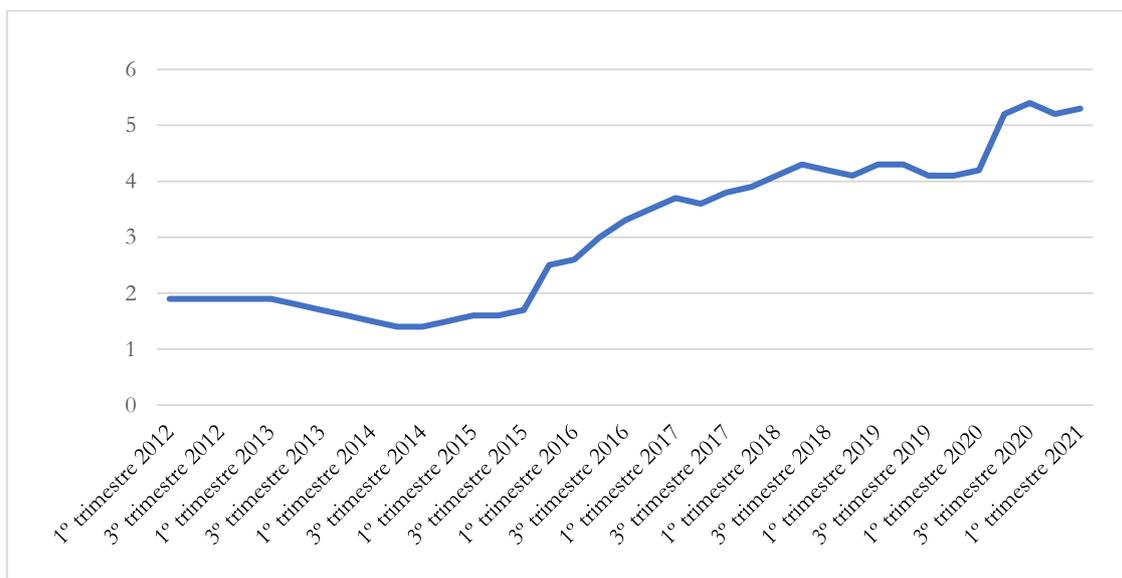
desemprego, o qual é expandido a partir do segundo trimestre de 2020.

Durante esse período, ressalta-se que o Brasil novamente estabilizou a taxa de desemprego em um patamar ainda mais elevado que o anterior. Visto que com exceção de uma leve recuperação durante o último trimestre de 2020, a taxa de desemprego brasileira encontra-se estabilizada em um patamar próximo aos 15%. Todavia, é necessário salientar que outros indicadores de emprego apresentam que essa taxa de desemprego pode estar ainda subnotificada devido ao aumento do número de pessoas desalentadas e também de pessoas com subocupação de emprego devido à insuficiência de horas trabalhadas.

Como é possível verificar no Gráfico 2, o percentual de pessoas desalentadas, aquelas que

desistiram de procurar empregos, cresceu no Brasil. O percentual de pessoas nessas condições subiu de 4,2% no primeiro trimestre de 2020 para 5,3% no primeiro trimestre de 2021. Apesar de uma das justificativas que podem ser apresentadas para o aumento nesse indicador ser as características dessa crise econômica decorrente de uma crise sanitária, é importante apresentar que esse movimento é comum nas crises econômicas de forma geral. Ainda no gráfico 2 é possível verificar que também ocorre um movimento de alta nesse índice entre 2015 e 2017. Dessa forma, a manutenção do percentual de desalentados no Brasil nesse patamar não deve ser analisada apenas como um reflexo do nível elevado de contaminações e mortes no Brasil, mas também como um reflexo do aprofundamento da crise econômica e da baixa perspectiva da população de melhora nesse cenário.

Gráfico 2: Percentual de pessoas desalentadas no Brasil



Fonte: PNAD Contínua – IBGE. Elaboração própria.

Além do percentual de pessoas desalentadas no Brasil, aponta-se também para a piora no nível das pessoas com insuficiência de horas trabalhadas. A partir desse indicador é possível verificar que o percentual de pessoas que não possuem emprego ou não trabalham a quantidade de horas que estariam

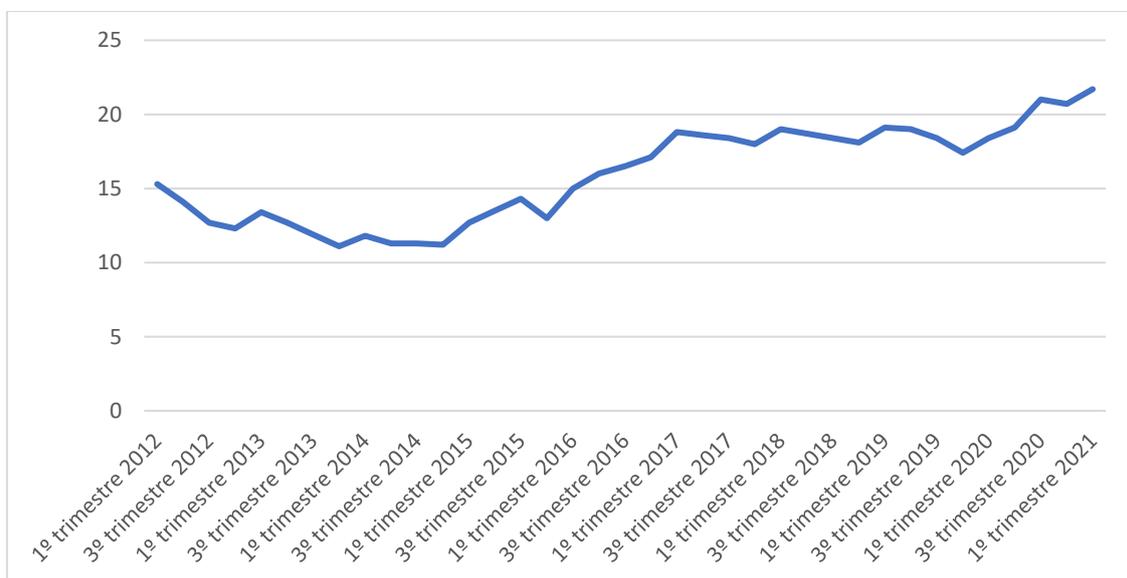
dispostas a trabalhar é ainda maior. Como apresentado no Gráfico 3, a taxa combinada de desemprego e subocupação por insuficiência de horas trabalhadas alcançou o pico de 21,7% no primeiro trimestre de 2021. Contudo, vale ressaltar que a trajetória desse índice é similar à taxa de



desemprego convencional, ou seja, ela já se encontrava em um patamar elevado no período

anterior à crise gerada pela pandemia do Coronavírus e tem seu nível acentuado entre 2020 e 2021.

Gráfico 3: Taxa combinada de desocupação e subocupação por insuficiência de horas trabalhadas no Brasil



Fonte: PNAD Contínua – IBGE. Elaboração própria.

A questão do mercado de trabalho no Brasil e a elevação do desemprego, dos desalentados e da taxa de subocupação não deve ser encarada apenas como um efeito colateral da pandemia do Coronavírus. Para além desse fator é importante ressaltar a gestão macroeconômica no Brasil no período anterior à pandemia e a ausência de políticas diretas eficientes de combate ao desemprego e de estímulo à economia no período atual.

Reforma Trabalhista

Acerca do período compreendido entre a recessão da economia brasileira entre os anos de 2015 e 2016 e a deflagração da nova crise econômica em 2020, o Brasil passava por um período de redução do investimento público em percentual do PIB e também pela adoção de medidas que limitavam o espaço fiscal para atuação do Estado, como é o caso da PEC 95 aprovada em 2016, conhecida como PEC do Teto dos Gastos. Além disso, em 2017 foi aprovada também a

Reforma Trabalhista, a qual apesar de ser aprovada sob a justificativa de incrementar a quantidade de postos de trabalho, facilitava às empresas a contratação de empregados sem carteira de trabalho assinadas sem incorrer em ilegalidade.

Entre os principais pontos da Reforma Trabalhista estão a regularização do trabalho intermitente, a qual possibilita inclusive a remuneração abaixo do salário-mínimo, além da legalização da contratação de trabalhadores autônomos e trabalhadores que recebem seus pagamentos a partir da abertura de um CNPJ. Filgueiras (2019) aponta que de forma geral, o argumento central dos defensores da Reforma Trabalhista é a redução dos custos do trabalho e essa redução de custos por si só teria a capacidade de gerar novos postos de trabalho.

Todavia, desde a entrada em vigor da Reforma Trabalhista em novembro de 2017, o que se verificou no Brasil foi a manutenção do desemprego em



patamar elevado e uma maior elevação a partir do primeiro trimestre de 2020. Além disso, quando analisada a proporção das pessoas empregadas entre o trimestre terminado em novembro de 2017 e o trimestre terminado em março de 2021, verifica-se que houve uma redução do percentual de trabalhadores com carteira assinada, o qual passou de 36,1% para 34,5% e aumento nos trabalhadores por conta própria com ou sem CNPJ, os quais passaram de uma participação 25% para 27,8% entre as pessoas ocupadas.

Programas de Manutenção de Emprego e Auxílio Emergencial

Desde a deflagração da pandemia do Coronavírus a única política direta relacionada ao mercado de trabalho foi o Programa Emergencial de Manutenção do Emprego e da Renda. Esse programa consiste basicamente na possibilidade de acordo entre empregador e funcionário, de suspensão do contrato de trabalho ou também a redução proporcional de salário e jornada de trabalho. Para os empregados que realizem esse tipo de acordo, o Governo Federal pagaria um benefício emergencial nos moldes do Seguro-Desemprego. Esse programa esteve em vigor de abril a dezembro de 2020 e foi retomado no final de abril de 2021 com validade de 4 meses e possibilidade de prorrogação.

Apesar da importância de se instituir um programa que vise reduzir o número de demissões durante a pandemia, verifica-se que esse foi um programa de emprego destinado a evitar novas demissões em um mercado de trabalho com desemprego em patamares elevados. Dessa forma, mesmo com a taxa de desemprego no Brasil em trajetória crescente, não houve políticas de fomento direto à criação de postos de trabalho no Brasil.

Para além disso, as medidas de manutenção de renda como o programa supracitado se apresentam insuficientes para tentar suprir a queda na renda da

população brasileira. Visto que um programa com remuneração aos moldes do Seguro-Desemprego representa que os trabalhadores com contratos suspensos ou reduzidos terão uma redução na renda auferida, com exceção daqueles que recebem um salário-mínimo.

Além disso, é importante jogar luz para o fato de que o Brasil é um país com alta taxa de informalidade. Segundo os dados da última PNAD Contínua referente ao primeiro trimestre de 2021, 11% de toda a população ocupada no Brasil estava empregada no setor privado sem carteira de trabalho assinada, para além desse número há ainda 4% da força de trabalho no Brasil que atua como empregado doméstico sem carteira assinada. Comparando os dados referentes à março de 2021 com março de 2020, é possível verificar que houve uma redução 3,5 milhões de pessoas ocupadas com carteira de trabalho e redução de 1,3 milhões de pessoas ocupadas no setor privado sem carteira de trabalho. Essa redução concomitante apresenta que para além da redução dos postos de trabalho formais durante a pandemia, também houve uma queda nos postos de trabalho informais, os quais representam uma parcela que não possuem acesso a mecanismos de proteção de renda, como seguro-desemprego, FGTS ou até mesmo o Programa de Manutenção de Emprego e Renda lançado pelo Governo Federal durante a pandemia.

Além da questão da redução dos postos de trabalho e da informalidade, é importante analisar a insuficiência do auxílio emergencial aplicado durante os anos de 2020 e 2021. O primeiro auxílio emergencial aprovado em abril de 2020 pelo Congresso Nacional concedia R\$ 600,00 para trabalhadores informais, microempreendedores individuais, autônomos, desempregados ou pessoas com renda familiar per capita de até um salário-mínimo ou renda total máxima de até três salários-mínimos, além disso era concedido um adicional de



R\$ 600,00 para pais ou mães solteiros. O programa nesses moldes durou cinco meses e durante os quatro meses subsequentes teve os valores do benefício reduzidos pela metade. O programa ficou suspenso entre janeiro e março de 2021 e voltou a ser pago em abril de 2021 com parcela média de R\$ 275,00 e para uma parcela da população ainda mais restrita.

Dessa forma, verifica-se que além da não inserção de políticas diretas de emprego para reverter a trajetória de alta da taxa de desemprego no Brasil as políticas de renda foram limitadas. Programa nos moldes do auxílio emergencial com maior abrangência seriam formas de garantir o poder de compra da população brasileira. Para além de ser uma forma de garantia das condições básicas de sobrevivência, esse tipo de auxílio tende a conceder um impacto positivo para a economia como um todo, especialmente a nível local, visto que contribui para a manutenção do nível de demanda da população. A título de exemplo, os Estados Unidos em março de 2021 disponibilizaram uma parcela única de US\$ 2.000,00 para os cidadãos americanos com renda anual de até US\$ 75.000,00, como forma de estímulo à retomada da economia.

Nesse sentido, a despeito do patamar elevado da taxa de desemprego no Brasil, não é possível verificar políticas públicas que apresentem a possibilidade de uma reversão desse cenário no curto prazo. Mesmo com a possibilidade de avanço da

imunização da população adulta brasileira contra o Coronavírus ao longo do segundo semestre de 2021, a possibilidade de melhora no mercado de trabalho brasileiro seria modesta, visto que não são apresentados no horizonte programas para geração de renda e emprego e nem mesmo planos de investimento estatal ou fomento ao investimento privado com objetivo de estimular o crescimento da economia brasileira.

Nesse sentido, os dados apresentados pela PNAD Contínua referentes ao trimestre terminado em março de 2021 apresentam uma elevação do nível de um desemprego para um patamar ainda mais elevado. Além disso, é possível verificar também uma tendência de aumento da proporção dos postos de trabalho ocupados por trabalhadores por conta própria, com ou sem CNPJ, e redução da proporção de pessoas ocupadas com carteira de trabalho assinada, sendo esse um movimento observado após a aprovação da Reforma Trabalhista em 2017.

Referências

FIGLUEIRAS, V. (2019). “As promessas da Reforma Trabalhista: combate ao desemprego e Redução da Informalidade”. In KREIN, J. OLIVEIRA, R. e FIGUEIRAS, V. (Orgs.) *Reforma Trabalhista no Brasil: promessas e realidade*, pp. 13-52. Campinas-SP: Curt Nimuendajú.



A trajetória recente dos investimentos e o crescimento econômico brasileiro em 2021

Daniel Consul – mestrando em economia pela UFF e pesquisador do Finde

O cálculo do produto interno bruto de um país pode ser feito a partir de três óticas: da produção, em que soma-se toda a produção bruta de um país em determinado período de tempo e subtrai-se todo o consumo intermediário dessa produção, garantindo que apenas os bens finais sejam contabilizados, a fim de evitar dupla contagem da produção do país; ótica da renda, em que são registradas todas as remunerações recebidas pelos fatores produtivos (salários, lucros, aluguéis e juros) e ótica da demanda, que é a soma do consumo das famílias e do governo, dos investimentos (formação bruta de capital fixo e variação dos estoques) e exportações líquidas.

O objetivo desta nota é analisar a trajetória recente – às voltas com a recessão causada pela pandemia da Covid-19 em 2020 e a recuperação econômica de 2021 – da variável investimento, assim como avaliar a força da retomada econômica em curso em 2021.

A variável investimento é emblemática, visto que ao mesmo tempo em que no curto prazo surge como fator de demanda por máquinas e equipamentos e construção, no longo prazo ela contribui para a oferta, aumentando a capacidade produtiva da economia quando se apresenta a taxas de crescimento superiores à depreciação do capital já instalado. Dadas suas características específicas, a variável tem recebido muita atenção na teoria econômica ao longo das últimas décadas.

Algumas reflexões teóricas

A obra seminal de John Maynard Keynes, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, originalmente publicada em 1936, apresenta uma

seção específica sobre o tema investimento: a seção 4, denominada pelo autor como “O incentivo a investir”. O primeiro capítulo da seção trata do conceito de eficiência marginal do capital, que relaciona a série de anuidades (renda esperada) do investimento ao seu preço de oferta. Quando o empresário espera que essa série de anuidades dispostas ao longo do tempo e trazidas a valor presente seja superior ao valor presente do investimento, há incentivo a investir. À taxa de desconto que iguala essa série de anuidades futuras trazidas a valor presente e o próprio valor presente do investimento é dada o nome de eficiência marginal do capital. Logo, há aspectos, comuns na dinâmica keynesiana, de psicologia e incerteza envolvidos na determinação macroeconômica do investimento. Não à toa os demais capítulos da seção sobre os incentivos a investir tratam sobre expectativas a longo prazo, taxa de juros, incentivos psicológicos a investir, e o conceito, que acabou popularizando-se na teoria keynesiana, acerca dos *animal spirits* dos empresários investidores.

Ainda dentro do campo macroeconômico heterodoxo, Michal Kalecki, em livro publicado originalmente em 1954 e denominado *Teoria da Dinâmica Econômica*, também dedica seções do livro à modelagem dos determinantes do investimento em uma economia capitalista. O capítulo 9 do livro, de forma específica, aborda esses determinantes, tanto para a formação bruta de capital fixo quanto para os investimentos em estoques. Grosso modo, o autor afirma que é o nível e a taxa de variação do nível de atividade da economia que determinam os



investimentos. O sentido de causalidade se dá, portanto, do produto para os investimentos.

Em artigo anterior, de 1943, Kalecki aborda aspectos políticos que influenciam os níveis e taxas de crescimento do emprego na economia – em especial no que tange à participação governamental na economia. Espera-se que altas taxas de investimentos conduzam à geração de emprego e renda. No entanto, o autor atenta para o fato de que a participação do gasto público na economia pode ser mal vista pelos setores capitalistas, que desejam possuir consigo o monopólio da geração de emprego e renda. Para tanto, influenciam politicamente as ações governamentais em direção à construção de um ambiente macroeconômico em que a confiança privada atinja patamares elevados. Kalecki afirma que os capitalistas fazem muitas coisas como classe, mas não investem como classe. Nada impede, contudo, que mesmo baseando seus investimentos nas expectativas futuras de demanda/rendimentos pressionem os governos para que garantam as condições daquilo que consideram como um “bom ambiente de negócios”, que em geral varia entre condições de crescimento salarial apenas ao nível da produtividade do trabalho, isenções tributárias, crédito subsidiado, entre outros aspectos.

A inserção desses aspectos políticos na determinação da renda e dos investimentos é um complemento teórico aos aspectos que Keynes já havia delineado na obra de 1936. Em conjunto, as teorias de Keynes e Kalecki explicitam o grau de complexidade que existe em torno da trajetória dos investimentos dos países.

A dinâmica dos investimentos e a recuperação econômica da economia brasileira no primeiro trimestre de 2021

Vivendo uma situação sanitária dramática às voltas com as milhares de mortes causadas pela pandemia da Covid-19, o resultado do produto interno bruto brasileiro do primeiro trimestre de 2021 divulgado pelo IBGE no início de junho surpreendeu positivamente muitos analistas, que esperavam um resultado menor. O crescimento de 1,2% na margem, pela ótica da oferta, foi impulsionado pelo agronegócio (+ 5,7%); pela ótica da demanda, destacaram-se os investimentos (+ 4,6%) e exportações (+ 3,7%). Sabe-se, entretanto, que o *carry-over* (ou carregamento estatístico) deixado de 2020 foi da ordem de 3,7%:⁸

$$\begin{aligned} & \text{Carry – over} \\ & = \frac{(4 * \text{PIB real dessazonalizado do 4º trimestre de 2020})}{\text{PIB real dessazonalizado total de 2020}} \\ & = \frac{4 * 299.205}{1.154.150} = 3,7\% \end{aligned}$$

Considerando que a previsão para crescimento do PIB brasileiro para 2021 encontra-se, de acordo com o Boletim Focus de Banco Central de 18.06.2021, em torno de 5%, é possível afirmar que o ano de 2021 registrará certo crescimento econômico para além do carregamento estatístico oriundo de 2020.

Pela ótica da demanda, a formação bruta de capital fixo, após cair na margem cerca de 16,1% no segundo trimestre de 2020, cresceu 11,3% no trimestre seguinte e 20% no último trimestre daquele ano, quando a pandemia parecia ter arrefecido no país.

⁸ Dados da tabela das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE referentes ao primeiro trimestre de 2021. Os valores do PIB real dessazonalizado estão em milhões de reais a preços de 1995.



No primeiro trimestre de 2021, com uma segunda onda de casos e número de mortes avassalador o crescimento de 4,6% frente a uma base alta do quarto trimestre de 2020 causou surpresa. Vale destacar, portanto, alguns aspectos da trajetória dessa variável que têm sido apontados no debate público recente, principalmente após a divulgação dos últimos resultados do PIB.

Sazonalidade

O primeiro aspecto a se destacar diz respeito à sazonalidade trimestral, afetada pela pandemia. Tal aspecto foi abordado em duas publicações do blog do IBRE-FGV em 07 e 11.06.2021, por Aílton Braga e Claudio Considera, Juliana Trace e Roberto Olinto, respectivamente. As análises dos autores em ambas as publicações se centraram na trajetória do PIB e os impactos sazonais verificados a partir da pandemia. Considera, Trace e Olinto, por exemplo, mostram que com fatores sazonais e calendário travados em 2019, o crescimento na margem de 2021.1 teria sido de apenas 0,4% - e não a taxa verificada de 1,2%. Vale

destacar que o fator de dessazonalização (PIB real dessazonalizado/PIB real) de 2021.1 foi o maior para primeiros trimestres desde 2015. Se o fator de dessazonalização aplicado ao trimestre 2021.1 (1,0185) fosse igual ao de 2020.1 (1,0055), mantidos constantes os fatores dos demais trimestres de 2020, o PIB brasileiro teria crescimento, na margem, negativo: -0,1%.

A mesma análise pode ser aplicada à formação bruta de capital fixo, visto que cada componente do PIB possui seu próprio fator de dessazonalização trimestral. Essa variável apresentou elevação em 2021.1 em seu fator de dessazonalização frente a 2020.1: 1,0280 contra 1,0257. O valor verificado no primeiro trimestre de 2021, entretanto, não é o maior dos últimos anos, dado que tanto em 2018.1 quanto em 2019.1 tais fatores foram superiores ao verificado em 2021.1. Comparativamente aos efeitos da dessazonalização no PIB, a formação bruta de capital fixo em 2021.1 foi menos afetada pelos efeitos adversos da pandemia nesse fator: enquanto a variação anual 2021.1 contra 2020.1 no fator de

Tabela 1 – Série FBCF sem e com ajuste sazonal (milhões de reais de 1995) e fator de dessazonalização.

Trimestre	FBCF real sem ajuste sazonal	FBCF real com ajuste sazonal	Fator de dessazonalização
2018.I	49.324	51.361	1,0413
2018.II	49.944	49.901	0,9991
2018.III	55.579	53.318	0,9593
2018.IV	53.043	53.301	1,0049
2019.I	50.489	51.985	1,0296
2019.II	53.238	53.660	1,0079
2019.III	57.862	55.391	0,9573
2019.IV	53.295	53.948	1,0123
2020.I	53.503	54.880	1,0257
2020.II	45.835	46.028	1,0042
2020.III	53.374	51.250	0,9602
2020.IV	60.502	61.480	1,0162
2021.I	62.587	64.337	1,0280

Fonte: elaboração própria com dados das CNT IBGE – 1º trimestre de 2021.



dessazonalização do PIB foi da ordem de 1,29%, para a FBCF a variação foi de 0,21%. Na comparação de 2021.1 contra 2019.1 as variações respectivas nos fatores de dessazonalização de PIB e FBCF foram de 0,11% e -0.16%.

Importação de plataformas pela Petrobras

Outro ponto de destaque na divulgação das contas nacionais de 2018 para cá tem sido a incorporação ficta, via importações, de plataformas de petróleo pela Petrobras no cálculo do PIB brasileiro. Plataformas estas, exportadas de forma fictícia em anos anteriores para subsidiárias da empresa em outros países. Como há lançamento de dupla partida e de mesmo valor tanto na variável formação bruta de capital fixo quanto na variável importações, o resultado para o PIB como um todo é nulo. Quando há essa incorporação por parte da Petrobras, o resultado da formação bruta de capital fixo do Brasil é impactado de forma significativa, sem que isso impacte nos níveis ou taxas de crescimento do produto do país e até mesmo na oferta real de bens de capital do país, visto que essas plataformas já estavam em operação no Brasil. O tema foi tratado em uma nota técnica do IPEA (nº 41) em 2018 e em postagem de Roberto Olinto, Claudio Considera, Juliana Trace e André de Souza no Blog IBRE-FGV em 21.06.2021, denominado O mistério das plataformas fantasmas. De acordo com Olinto et. al.,

A celeuma se inicia, a partir de 1999, quando um regime fiscal, o REPETRO, incentivava que as plataformas produzidas no Brasil fossem exportadas. Desta forma, para receber esse incentivo a Petrobras exportava as plataformas produzidas no Brasil para subsidiárias em outros países e as alugava. O processo físico, não contábil, era diferente. As plataformas não saíam do país. A partir de 2018, com o fim dos incentivos duas coisas aconteceram: as plataformas produzidas no país não eram mais exportadas e aquelas que haviam sido “exportadas” passaram a ser nacionalizadas. Estas mudanças geraram dúvidas, e alguns questionamentos sobre a forma em que essas operações foram registradas nas estatísticas econômicas, notadamente no registro aduaneiro da

Secretaria de Comércio exterior, no Sistema de Contas Nacionais (SCN) e no Balanço de Pagamentos (BP). Os pontos chaves dos questionamentos eram:

- 1) Após 2004, bens de capital de alto valor estavam em operação no território nacional e não estavam sendo registrados na FBCF;
- 2) Após 2018, a nacionalização das plataformas exportadas e alugadas impactam a FBCF nos três anos seguintes apesar de já estarem em operação a serviço da Petrobras. (grifo nosso).

Para se ter uma ideia do impacto dessas “importações fictas” de plataformas sobre a FBCF, cálculos da Carta de Conjuntura nº 41 do IPEA, do 4º trimestre de 2018, mostram que no terceiro trimestre de 2018 a FBCF brasileira cresceu 9,6%, na comparação com ajuste sazonal contra o trimestre imediatamente anterior. Sem o impacto das plataformas (bens de capital utilizados à exploração e produção de petróleo e gás), o crescimento da variável teria sido de apenas 3,2%.

Vale destacar que o prazo máximo para nacionalização dessas plataformas era dezembro de 2020, porém as operações continuam ocorrendo com certa defasagem. De acordo com a Carta de Conjuntura nº 51 do IPEA, a Secretaria de Comércio Exterior (Secex) já contabiliza os dados sem os impactos contábeis do novo regime aduaneiro, mas o IBGE ainda não.

Dessa maneira, os cálculos do PIB e do componente FBCF no primeiro trimestre de 2021 novamente voltaram a ser impactados pelas importações fictas de plataformas de petróleo, conforme destacado na Carta de Conjuntura nº 51 do IPEA. Na comparação trimestre contra trimestre imediatamente anterior, a FBCF cresceu 4,6%. Na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior – parcialmente afetado pela pandemia, principalmente a partir de março de 2020 – o crescimento foi de 17%.



Varição de estoques

Outro fator de destaque no resultado verificado para os investimentos brasileiros em 2021.1 foram os estoques. O tema foi abordado por Aílton Braga no Blog do IBRE-FGV em postagem de 07.06.2021, na qual o economista detalha a trajetória da variação de estoques nos últimos trimestres e avalia os impactos, principalmente sazonais, trazidos pela pandemia.

A tabela 2 abaixo, baseada em exercício feito por Braga em sua postagem, mostra o resultado discrepante dos estoques brasileiros no primeiro trimestre de 2021:

Como pode ser visto a partir dos dados deflacionados, o valor verificado para a variação dos estoques em 2021.1 foi muito superior à média dos primeiros trimestres entre 2015 e 2020; e um valor 136,4% superior aos estoques de 2020.1. Isso pode ser

Tabela 2 – Variação de estoques (VE) na economia brasileira (2015.1 a 2021.1) (em milhões de reais).

Trimestre	VE (valores correntes)	VE (preços de 2021.1)*
2015.I	24.836	33.432
2015.II	-734	-966
2015.III	-2.492	-3.236
2015.IV	-47.042	-59.402
2016.I	771	949
2016.II	-3.045	-3.682
2016.III	2.968	3.552
2016.IV	-35.476	-42.148
2017.I	26.360	31.020
2017.II	-3.126	-3.671
2017.III	8.136	9.498
2017.IV	-26.984	-31.144
2018.I	32.611	37.377
2018.II	17.999	20.247
2018.III	4.059	4.533
2018.IV	-54.799	-60.965
2019.I	25.096	27.504
2019.II	4.267	4.643
2019.III	18.926	20.543
2019.IV	-41.584	-44.351
2020.I	35.522	37.686
2020.II	-24.873	-26.502
2020.III	-18.087	-19.035
2020.IV	-68.963	-70.377
2021.I	83.972	83.972



explicado por uma recomposição forte de estoques por parte das empresas por conta dos efeitos da pandemia ao longo de 2020. Nesse ano, houve variação negativa de estoques no segundo, terceiro e quarto trimestres, o que não é comum ocorrer (a última vez que isso havia ocorrido foi em 2015, ano de recessão no Brasil, quando o PIB apresentou variação negativa de 3,5% frente a 2014). A variação de estoques em 2020.4, da mesma forma, foi mais intensa do que a verificada entre os quartos trimestres entre 2015 e 2019. Nos últimos anos tem sido comum que os estoques apresentem valores positivos no primeiro trimestre, mas a magnitude verificada em 2021.1 se destaca. Considerando esse acontecimento, a flexibilização cada vez mais ampla das medidas restritivas contra a Covid-19 e o avanço na vacinação, é possível inferir que a contribuição da variação dos estoques não continue colaborando nessa magnitude para as taxas de crescimento dos investimentos no Brasil ao longo dos próximos três trimestres de 2021.

Considerações finais

O resultado do PIB do primeiro trimestre de 2021 – crescimento de 1,2% na margem – foi interpretado por alguns analistas como início de uma retomada consistente da economia brasileira a qual, embora ainda sofrendo com alto índice de contágio e número elevado de mortes por conta da pandemia de 2021 e elevada taxa de desemprego – afrouxou as medidas de isolamento social, permitindo uma retomada mais forte de alguns dos principais setores econômicos. No entanto, como destacado ao longo desse artigo, o crescimento do PIB brasileiro nesse trimestre apresenta uma série de características que precisam ser analisadas em maior detalhe. Primeiramente destacam-se os métodos de ajuste sazonal, fortemente impactados pela pandemia, que apresentaram resultados um pouco díspares aos usualmente verificados. Embora o fator de dessazonalização da FBCF não tenha sido tão

impactado no primeiro trimestre de 2021, o fator de dessazonalização do PIB para esse trimestre foi o mais alto desde 2015.1, impactando positivamente no resultado verificado.

Outros destaques são as internalizações fictas de plataformas de petróleo por parte da Petrobras que impactam a FBCF do país e as importações, levando a resultado nulo no agregado do PIB. O resultado de 2021.1 sofreu esse impacto e as discussões seguem em aberto sobre qual a melhor forma de incluir essas transações contábeis no cálculo do PIB para que os resultados verificados da variável FBCF reflitam a realidade do investimento brasileiro da forma mais crível possível.

Além disso, destaca-se a trajetória excepcional da variação de estoques trimestral. Deflacionados pelo IPCA, os valores verificados em 2021.1 nessa variável foram 136,4% maiores na comparação com 2020.1 e 234,6% maiores na comparação com 2019.1. Tal variação certamente reflete os impactos da pandemia ao longo de 2020 e muitos empresários utilizaram as perspectivas de retomada econômica de 2021 como alavanca para impulsionar a recomposição de estoques, deprimidos em 2020 (a variação negativa de estoques em 2020.4 representou valor equivalente a 82,1% da variação positiva de 2021.1). Sabe-se, entretanto, que esse crescimento expressivo de estoques não se repetirá ao longo dos próximos trimestres, dissipando possíveis novos efeitos positivos dessa fonte sobre a trajetória do investimento do país.

Por fim, e à luz da teoria de Kalecki e Keynes principalmente no que diz respeito às contribuições dos autores acerca do princípio da demanda efetiva, não é possível visualizar no horizonte uma retomada robusta dos investimentos sem que haja um impulso por parte, por exemplo, do consumo das famílias, componente da demanda mais importante no PIB brasileiro. Em 2021.1, na comparação com o trimestre



imediatamente anterior, o componente apresentou queda de 0,1%. No acumulado dos últimos quatro trimestres em comparação com o mesmo período do ano anterior, a queda foi de 5,7%. Com o investimento público em patamares bastante baixos e uma elevada taxa de desemprego, é difícil imaginar um impulso consistente tanto do produto quanto da FBCF para além da recuperação cíclica em curso em quase todo o mundo e que afeta positivamente as exportações.

Referências

BRAGA, A. Ciclo de estoques, fatores sazonais e a evolução recente do PIB. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/ciclo-de-estoques-fatores-sazonais-e-evolucao-recente-do-pib>. Acesso em: 24 jun. 2021.

CARVALHO, L. M. Impulsionados pela importação de plataformas de petróleo, investimentos apresentam alta de 4,6% no primeiro trimestre de 2021. Carta de Conjuntura IPEA, nº 51 (nota de conjuntura 20), 2º trimestre de 2021. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/210601_nota_fbcf_iii.pdf. Acesso em: 24 jun. 2021.

CONSIDERA, C.; TRECE, J.; OLINTO, R. A pandemia, o PIB de 2021 e o impacto nas séries ajustadas sazonalmente. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/pandemia-o-pib-de-2021-e-o-impacto-nas-series-ajustadas-sazonalmente>. Acesso em: 24 jun. 2021.

JÚNIOR, J. R.; CARVALHO, L. M. Efeitos do Repetro-Sped sobre o Indicador Ipea Mensal de Formação Bruta de Capital Fixo. Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9278/1/cc41_nt_efeitos_do_repetro_sped.pdf. Acesso em: 24 jun. 2021.

JÚNIOR, J. R.; CORNELIO, F. M. Investimento líquido e estoque de capital – primeiro trimestre de 2021. Carta de Conjuntura IPEA, nº 51 (nota de conjuntura 29), 2º trimestre de 2021. Disponível em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/210622_nota_investimento_liquido_e_estoque_de_capital.pdf. Acesso em: 24 jun. 2021.

KALECKI, Michal. Os aspectos políticos do pleno emprego (1943). IN: MIGLIOLI, Jorge (Org.). Crescimento e ciclo das economias capitalistas. São Paulo, Ed: HUCITEC, 1983.

KALECKI, Michal. Teoria da Dinâmica Econômica. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

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

OLINTO, R.; CONSIDERA, C.; TRECE, J.; SOUZA, A. O mistério das plataformas fantasmas. Disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/o-misterio-das-plataformas-fantasmas>. Acesso em: 24.06.2021.



Lições da análise do perfil de endividamento das grandes empresas: o que esperar no pós-pandemia?

Vinícius Centeno - doutorando em Economia pela UFF e pesquisador do Finde
Eduardo Mantoan- Mestre em Economia pela UFF e pesquisador do Finde

Ao longo da última década, especialmente a partir de 2014, a economia brasileira atravessou mudanças profundas na conjuntura econômica que levaram a uma grave recessão (2015-2016) e tímida recuperação (2017-2019) até o choque imposto pela deflagração da crise sanitária e econômica devido à pandemia de Covid-19. Com este cenário, o objetivo desta nota é investigar como as firmas enfrentaram a recessão de 2015-2016 e como absorveram a recessão de 2020. No primeiro caso, a análise da fragilidade financeira a partir de uma amostra de 487 empresas não-financeiras de capital aberto no período entre 2010 e 2020 indica que estas estavam muito alavancadas no período pré-recessão de 2015-2016, e que com a forte desaceleração da demanda agregada em 2015 e 2016, passaram a priorizar no pós recessão a reestruturação dos seus balanços e do seu perfil de endividamento. Veremos nesta nota que tal movimento defensivo e conservador por parte das empresas se deve à não formação de um novo estado de expectativas positivas que fosse capaz de impulsionar o investimento. Sendo assim, mostramos que o choque imposto pela pandemia atingiu as empresas em momento em que estas se encontravam em processo de desalavancagem, o que explica o menor impacto na fragilidade financeira em relação ao observado quando da recessão de 2015. Será que com balanços mais conservadores, deve-se esperar que as empresas venham a investir forte no pós-pandemia? Argumenta-se que a agenda de austeridade fiscal, adotada desde 2015 sob a justificativa de ajustar os gastos públicos e abrir espaço para a retomada do investimento privado (“contração expansionista”), contraiu a já insuficiente demanda agregada,

inviabilizando a recuperação da formação bruta de capital fixo da economia brasileira após a recessão de 2015 e 2016. Dada a lenta recuperação da economia no período 2017-2019, é de se esperar que a recuperação pós pandemia possa não vir com a força esperada pelos defensores de políticas de austeridade fiscal.

Passivos reestruturados, porém com ausência de retomada: 2017-2019

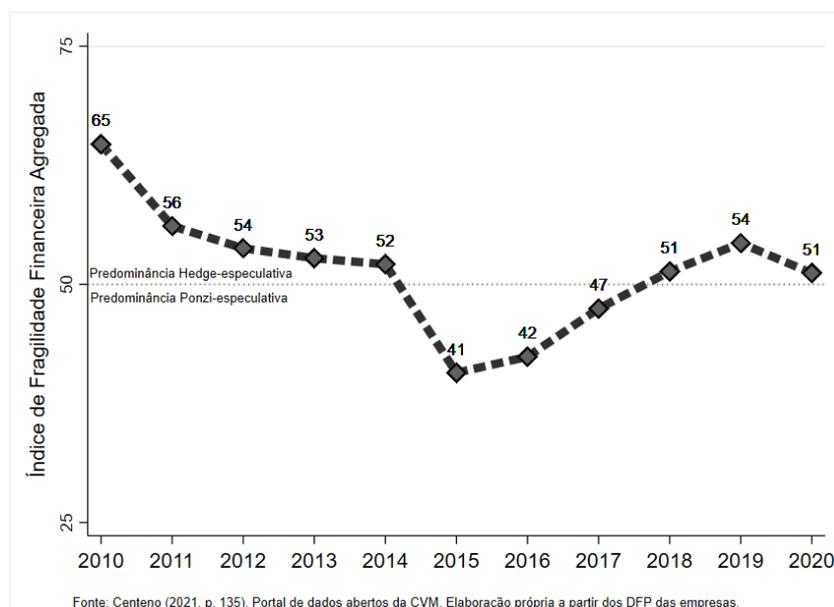
Para analisar o comportamento das grandes empresas no pós-recessão e na pandemia, vamos trabalhar com um indicador de fragilidade financeira, apresentado em Mantoan e Centeno (2020). A proxy de fragilidade financeira é baseada em Davis (2019) e Minsky (1992) e visa observar o comprometimento do fluxo de caixa das firmas. As empresas em situação hedge são aquelas em que o fluxo de entrada cobre integralmente o fluxo de saída. A situação Especulativa se caracteriza quando o fluxo de entrada é inferior ao fluxo de saída, mas suficiente para arcar com os custos de juros. Finalmente, a situação Ponzi ocorre quando o fluxo de entrada é insuficiente inclusive para honrar os compromissos com juros.

De acordo com Minsky (1986, p. 232), a combinação de unidades de finanças hedge, especulativas e Ponzi em uma economia é um dos principais determinantes de sua estabilidade. Por esse motivo, a construção do Índice Ponderado de Fragilidade Financeira Agregada (IFFA) tem como intuito captar a predominância de determinado perfil entre as grandes empresas não financeiras ao longo do período observado na amostra:



$$IFFA_t = \frac{(0 \times \sum_{i=1}^j E_{it}^{Ponzi} + 50 \times \sum_{i=j+1}^k E_{it}^{Especulativo} + 100 \times \sum_{i=k+1}^n E_{it}^{Hedge})}{\sum_{i=1}^n E_i} \times 100$$

Gráfico 1: Evolução do Indicador de Fragilidade Financeira Agregada (2010-2020)



A evolução do IFFA sugere que as empresas não-financeiras vinham se tornando gradualmente mais fragilizadas financeiramente desde 2010, uma vez que vinham de um ciclo positivo de imobilização de capital, mas já adentrando a fase de desaceleração econômica. A recessão atinge a economia em 2015 e 2016, momento em que o IFFA atinge seus valores mínimos, colocando a amostra em situação de predominância Ponzi-especulativa. Após a recessão, inicia-se um processo de desalavancagem que pode ser observado já a partir de 2016, quando se nota uma tendência de reestruturação do perfil financeiro das

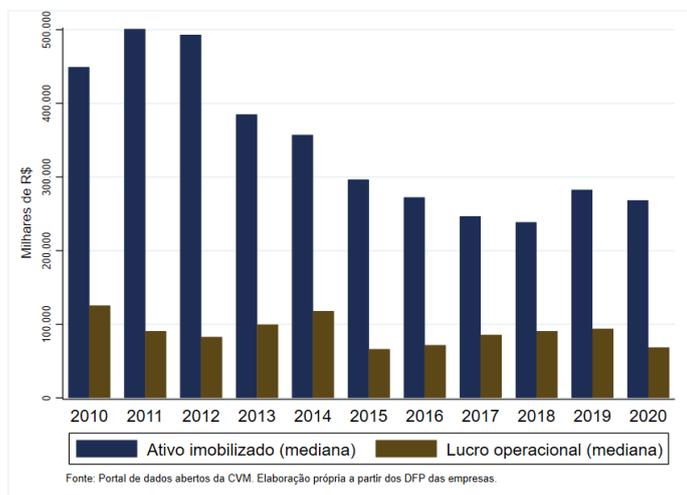
empresas até a deflagração da crise do Covid-19, em 2020. Isto é, no que concerne à fragilidade financeira, o impacto da recessão de 2020 aparenta ter sido menos severa para as grandes empresas de capital aberto do que a de 2015, justamente porque estavam com seus balanços relativamente saneados.

Entende-se que o saneamento do balanço das empresas é consequência (e não causa) da ausência de retomada do investimento produtivo, o que nos conduz ao segundo foco de análise, notadamente a



fraca performance da economia brasileira a partir da recessão de 2015-6.⁹

Gráfico 2: Evolução do ativo imobilizado e lucro operacional (2010-2020)



Isto é, para além dos resultados apontados pelo cálculo da proxy de fragilidade financeira, a análise do Gráfico 2 da amostra aponta que, mesmo com a taxa de juros em patamares mínimos históricos e abundância de liquidez internacional, não houve a retomada do investimento em imobilização de capital. Com a desaceleração econômica, a profunda recessão de 2015 e 2016 e a persistente insuficiência de demanda agregada no pós-recessão (aprofundada pelas políticas de austeridade), entende-se que não houve a formação de estado de expectativas capaz de impulsionar a retomada do investimento privado, que pode ser notado também pela não recuperação do lucro operacional aos patamares observados no período que antecede a recessão.

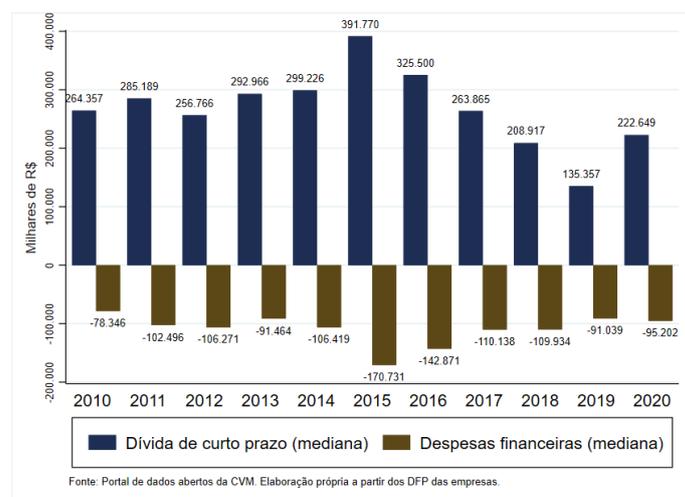
Sendo assim, nossa interpretação sugere que as empresas optaram por reestruturar seu perfil de

⁹ O crescimento real do PIB foi de 1,3%, 1,8% e 1,1% nos anos de 2017, 2018 e 2019, respectivamente.

¹⁰ A escolha da mediana e não da média justifica-se devido ao fato de que a utilização da última pode gerar resultados distorcidos, uma vez que o desvio padrão das observações das variáveis é elevado.

endividamento, relegando a recuperação do investimento a segundo plano e implicando uma retomada mais lenta do crescimento econômico. Conforme mostra o Gráfico 3, a redução do valor médio¹⁰ da dívida de curto prazo entre 2015 e 2019 reforça a interpretação de que as empresas iniciaram um processo de desalavancagem a partir da recessão econômica.¹¹

Gráfico 3: Endividamento de curto prazo e despesas financeiras (2010-2020)



Como as empresas se encontravam em processo de desalavancagem, a redução da taxa de juros pode ter incentivado a captação de novos empréstimos. O principal destino desses recursos, contudo, parece ter sido a amortização de empréstimos antigos que, aliada às menores taxas de juros, levaram a uma redução das despesas financeiras. Entende-se, portanto, que houve um movimento de rolagem de dívida na esteira do processo de desalavancagem, alongando o perfil do endividamento e reduzindo o comprometimento de caixa no curto prazo, o que se materializou na redução da fragilidade financeira captada pelos indicadores.

¹¹ O endividamento de curto prazo é obtido a partir da conta de Empréstimos e Financiamentos do Passivo Circulante, que consta no Balanço Patrimonial. As despesas financeiras são extraídas do Demonstrativo de Resultado do Exercício (DRE) das empresas.



Ou seja, pela nossa interpretação dos dados da amostra de grandes empresas não financeiras, a economia brasileira não estaria ‘decolando’ no período que precede a pandemia de Covid-19. Mais razoável assumir um cenário em que o estado de expectativas dos agentes não tenha sido restaurado após a recessão de 2015-2016. A escolha por redução dos passivos e reestruturação do perfil de endividamento em detrimento do investimento produtivo, mesmo com as taxas de juros em níveis mínimos históricos, corrobora com a tese de que as decisões dos agentes não respondem somente às condições de oferta, mas, sim, são guiadas pelas expectativas de retorno futuro, que dependem fundamentalmente da efetivação da demanda agregada. Nessa perspectiva analítica, a política econômica marcada pela austeridade fiscal dos gastos públicos, padrão observado no Brasil desde 2015, inviabilizou a retomada do crescimento econômico, visto que o investimento é o determinante chave do crescimento.

O fracasso das políticas de austeridade

A promessa de retomada do crescimento econômico tem se apoiado numa política de corte de gasto público, seguindo uma agenda de austeridade fiscal desde 2015. Além da política de corte de gastos públicos, a política de queda dos juros e de reformas econômicas de cunho liberal (previdência, mercado de trabalho, privatizações) foram implementadas presumindo que criariam um ambiente para impulsionar o investimento privado. Ou seja, a resposta da política econômica, desde 2015, se firmou pela orientação de cortes de gastos públicos, não estimulando como propalado a retomada do investimento produtivo e da geração de empregos. Tampouco a atração de capital externo, que tem saído do país. A incapacidade destas medidas terem sucesso reside no argumento keynesiano, conforme Cardim de Carvalho (2008), de que a busca do equilíbrio fiscal via austeridade quando a economia já se encontra abaixo

do pleno emprego, invariavelmente leva à contração da renda agregada e, com ela, a redução das receitas de impostos, forçando novos cortes do governo, e desencadeando assim uma “espiral descendente” até o ponto em que um equilíbrio seja eventualmente encontrado a níveis de renda inaceitavelmente baixos.

A estratégia de “choque ortodoxo-neoliberal” iniciado em 2015 por Joaquim Levy, Ministro da Fazenda do segundo governo Dilma, se mostrou infrutífera, pois no momento em que se exigia do governo uma postura anticíclica para recompor as perdas do setor privado e sustentar a demanda interna, o governo atuou com políticas supply-side, com destaque para as isenções fiscais, estratégia que se mostrou malsucedida. À época, havia descrença por parte dos agentes privados no potencial de crescimento imediato do mercado interno que, somado ao desaquecimento da demanda externa, fez com que a política de estímulos pelo lado da oferta não restabelecesse a confiança para induzir a alocação de recursos com retorno a longo prazo, aprofundando a crise.

As reformas consistiram em limitar direitos trabalhistas, restringir o acesso ao seguro-desemprego e um conjunto de exonerações fiscais, conforme relata Carvalho (2018), além da implementação do Teto de Gastos, já no Governo Temer, com base no argumento da “contração fiscal expansionista” (PAULA; OREIRO, 2019). Contudo, ambas as medidas se mostraram fracassadas no objetivo de impulsionar o investimento privado. Neste sentido tem ido na contramão de sustentar a demanda agregada para ancorar as expectativas dos agentes para concretizar o investimento produtivo e, em última instância, sancionar o crescimento econômico. Carvalho (2018) destaca que no ano de 2015 as despesas primárias efetivas do governo federal (excluídos os gastos obrigatórios com a previdência) caíram 6,1% e o governo tomou diversas medidas de ajuste, como a



redução dos fundos destinados ao PAC, restrições aos benefícios do seguro-desemprego, abono salarial e auxílio-doença; reajustes de alíquotas no PIS/Cofins, na Cide sobre combustíveis e retomada do IPI sobre veículos e um conjunto de exonerações fiscais.

Em 2016, sob a gestão de Temer, as principais medidas adotadas foram a reforma trabalhista, que flexibilizava jornadas de trabalho e instituiu a modalidade contratual de trabalho intermitente; e a implementação do Teto de Gastos públicos por meio da “Emenda Constitucional nº 95”. A emenda congelou o crescimento real do orçamento público, limitando-o à correção da inflação do ano anterior. Bruno e Caffé (2017) entendem que o Teto de Gastos é um marco da redefinição do papel do Estado brasileiro, implementado a fim de alinhar a sua atuação aos interesses da expansão financeira do país, garantindo a dominância das finanças sobre o Estado.

No Novo Regime Fiscal, por sua vez, o resultado do governo se torna variável de ajuste (OREIRO; DE PAULA, 2019), visto que mesmo em períodos de elevado crescimento, o governo não poderá gastar esse excedente devido às restrições impostas pela regra de gastos definida pelo teto. Nesse caso, como o gasto deve ter crescimento real nulo, se os gastos obrigatórios tiverem crescimento real, o governo é obrigado a cortar gastos discricionários a fim de cumprir a meta. Em momentos de baixo crescimento e arrecadação reduzida, a regra torna mais difícil o seu cumprimento, o que deve levar o governo a cortar mais gastos discricionários. A medida, pró-cíclica, como apontado por Cardim de Carvalho (2008), impacta negativamente na já combalida arrecadação e, conseqüentemente, exige mais cortes de gastos, formando um ciclo vicioso onde os cortes nunca serão suficientes e a atividade econômica terá sérias dificuldades de recuperação. Ademais, o governo Temer promoveu desde 2016 uma séria política de descapitalização do BNDES, importante financiador do investimento no Brasil,

exigindo da instituição liquidações antecipadas (devoluções) de recursos federais aplicados anos antes. Além de voltar sua atuação seguindo preceitos estritamente de lógica de mercado, distanciando-o de sua missão estratégica para o desenvolvimento econômico (FEIL; FEIJO, 2021).

A partir de 2019, no governo Bolsonaro, há a continuidade de tais medidas e o compromisso do governo com a estratégia de ajuste fiscal pautado pela agenda neoliberal. Na esteira das reformas estruturais liberalizantes, foi aprovada em 2019 a Emenda Constitucional 104, conhecida como a Reforma da Previdência, que promoveu importantes alterações no regime previdenciário brasileiro, como na concessão dos benefícios, no tempo de contribuição, na pensão por morte, nas alíquotas de contribuição e na idade mínima para aposentadoria. A tese de que o fundo público de previdência é insustentável a longo prazo não é nova e, desde a virada no século, o regime brasileiro vem sendo fragilizado, o que beneficia diretamente o capital financeiro (LAVINAS; CORDILHA, 2019). A justificativa para as alterações na previdência foi baseada na mesma retórica utilizada desde 2015, que aponta a necessidade de reequilibrar as contas públicas com o argumento de que, supostamente, o equilíbrio fiscal estimularia a retomada do investimento privado. Na prática, portanto, as reformas previdenciárias estão diretamente atreladas à lógica da financeirização e ao crescimento dos fundos privados de pensão, que são apresentados pela agenda de austeridade neoliberal como a alternativa para as pressões demográficas e orçamentárias.

Presumia-se que as medidas da agenda de austeridade fiscal implementadas seriam suficientes para criar um ambiente de impulsionar o investimento privado, com base no argumento da “contração fiscal expansionista” (PAULA; OREIRO, 2019). Bruno e Caffé (2017) destacam que o argumento de ajuste fiscal é meramente retórico, uma vez que as medidas têm



Tabela 1: Investimento do Setor Público (%PIB) e Formação Bruta de Capital Fixo - FBCF (%PIB): 2010-2020

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Investimento do Setor Público	4,5	3,7	3,9	3,9	3,8	2,7	2,3	1,8	2,5	2,0	2,6
FBCF	20,0	20,6	20,7	20,9	19,9	17,8	15,5	14,6	15,1	15,3	16,4

Fonte: Pires (2021). Entende-se por Investimento do Setor Público as despesas de investimentos dos governos municipais, estaduais e central consolidados (exclusive empresas estatais subnacionais).

caráter fortemente contracionista sobre a demanda interna, o que provoca uma queda na arrecadação do governo. Além de ineficientes em promover o ajuste fiscal, as medidas de austeridade se mostraram fracassadas no objetivo de impulsionar o investimento privado, como mostra a Tabela 1.

Em termos gerais, o investimento público tem sido represado nestes últimos anos sem que o investimento privado tenha tomado o lugar. A contração do investimento público, além de não construir um ambiente de confiança mesmo com o custo do capital se reduzindo via queda dos juros, colabora para o enfraquecimento da acumulação de capital em toda a economia. Em resumo, a consequência direta destas políticas para a dinâmica do setor empresarial foi também o declínio do investimento produtivo por parte das empresas não financeiras brasileiras (MANTOAN, 2021). Neste sentido, a austeridade fiscal tem ido na contramão de sustentar a demanda agregada e impede que as expectativas dos agentes possam ser ancoradas na direção de retomar o investimento produtivo, que, em última instância, pode sancionar o crescimento econômico.

Considerações finais

A partir da análise do comportamento do Indicador de Fragilidade Financeira Agregada, observou-se que os impactos da pandemia do Covid-19 foram mais brandos no que tange a fragilidade financeira das grandes empresas analisadas na amostra, quando comparados com a recessão de 2015 e 2016. Argumentamos que o processo de desalavancagem das empresas no período é decorrente da fraca recuperação da economia brasileira até 2019. Sugerimos que, devido a persistente insuficiência de demanda agregada no pós-recessão (aprofundada pelas políticas de austeridade), não houve a formação de estado de expectativas capaz de impulsionar a retomada do investimento privado. A análise endossa a tese de que estímulos estritamente *supply-side*, como a redução das taxas de juros e desonerações, se mostram ineficazes para deflagrar um novo ciclo positivo de investimentos privados. Mesmo com a disponibilidade de captação de recursos junto às instituições financeiras e ao mercado de capitais, a insuficiência de demanda agregada não reduz a incerteza para a tomada de decisão concernente ao investimento produtivo e, conseqüentemente, impede a retomada do crescimento econômico.



A despeito do fracasso das políticas de austeridade implementadas em diferentes frentes desde então, a agenda de reformas liberais segue prevalecendo, como a única solução na pauta da agenda econômica do país. Em conclusão, o planejamento do cenário pós-pandemia, exige, sobretudo, a ruptura com a agenda de austeridade e a efetivação de políticas de sustentação da demanda agregada, com destaque para um aumento substancial do investimento público, com geração de emprego, a fim de contratar a retomada do crescimento a partir da ancoragem de um novo estado de expectativas, revertendo o quadro adverso o qual estamos presenciando por seguidos anos. Logo, tal encaminhamento propositivo exige a revisão das regras fiscais vigentes que sufocam um importante componente da demanda agregada e inviabilizam a utilização dos gastos do governo como instrumento anticíclico.

Referências

- BRUNO, Miguel; CAFFÉ, Ricardo. Estado e financeirização no Brasil: interdependências macroeconômicas e limites estruturais ao desenvolvimento. **Economia e Sociedade**, v. 26, n. SPE, p. 1025-1062, 2017.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, setembro de 2008.
- CARVALHO, Laura. Valsa Brasileira: Do Boom ao Caos Econômico. **Todavia**, São Paulo. 2018.
- CENTENO, Vinícius. Os canais de reprodução da financeirização ao nível das firmas não-financeiras: As particularidades do caso brasileiro após o Plano Real. Dissertação (Mestrado em Economia). **Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense**, Niterói, 2021.
- DAVIS, L. E.; DE SOUZA, J. P. A.; HERNANDEZ, G. An empirical analysis of Minsky regimes in the US economy. **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 3, p. 541-583, 2019
- FEIL, Fernanda; FEIJÓ, Carmem. Development Banks as an Arm of Economic Policy—Promoting Sustainable Structural Change. **International Journal of Political Economy**, v. 50, n. 1, p. 44-59, 2021.
- LAVINAS, Lena; CORDILHA, Ana Carolina. Reforma da Previdência: Qualificando o debate brasileiro à luz de experiências internacionais. **Revista do Núcleo de Estudos de Economia Catarinense**, v. 8, n. 15, p. 35-43, 2019.
- MANTOAN, Eduardo. Investimento e desenvolvimento em economias financeirizadas: Um estudo para o Brasil pós-tripé macroeconômico. Dissertação (Mestrado em Economia). **Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense**, Niterói, 2021.
- MANTOAN, Eduardo; CENTENO, Vinicius da Silva. Uma análise minskyana para uma economia financeirizada: evidências para empresas não-financeiras brasileiras (2012-2019). In: **Anais do XIII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. São Bernardo do Campo – SP (Online), 2020.
- MINSKY, H. P. Stabilizing an unstable economy. New Haven: **Yale University Press**, 1986.
- MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis. **The Jerome Levy Economics Institute Working Paper no 74**, 1992.
- OREIRO, J.; PAULA, L. F. **A economia brasileira no governo Temer e Bolsonaro: uma avaliação preliminar**. 2019. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/336147850_A_economia_brasileira_no_governo_Temer_e_Bolsonaro_uma_avaliacao_preliminar. Acesso em 31/03/2021.



PAULA, L. F., OREIRO, J. L. Macroeconomia da Estagnação. **Insight e Inteligência**, n. 87, p. 90-99, out/nov/dez, 2019.

PIRES, Manuel. Investimentos públicos: 1947-2020. Observatório de Política Fiscal: FGV-IBRE. Acesso em 25 de junho de 2021: <<https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/investimentos-publicos-1947-2020>>. Maio, 2021.

TORRES FILHO, E. T., MARTINS, N. M., & MIAGUTI, C. Y. Minsky's financial fragility: an empirical analysis of electricity distribution firms in Brazil (2007–2015). **Journal of Post Keynesian Economics**, 42(1), 144-168, 2019.



***Modern Money Theory* e a Economia Brasileira: Limites Impostos pela Subordinação Financeira**

Júlia Leal - Doutoranda em Economia pela UFRJ, Bolsista CAPES e Pesquisadora do FINDE/UFF

Apesar do reconhecimento de que a *Modern Money Theory* (MMT) apresenta importantes contribuições para as teorias macroeconômica e monetária, parte da literatura heterodoxa afirma que a teoria possui premissas muito controversas. De fato, a MMT não inclui em sua análise os constrangimentos que os países detentores das moedas situadas na base da hierarquia estão sujeitos. Diante de uma dinâmica global assimétrica, os países cujas moedas possuem o maior grau de liquidez possuem forte influência sobre as políticas daqueles que se encontram nos níveis mais baixos da hierarquia monetária. A superioridade das economias desenvolvidas garante um elevado grau de autonomia doméstica e significativa influência sobre as decisões econômicas do resto do mundo. De maneira oposta, os países em desenvolvimento absorvem as externalidades geradas por esse processo e precisam moldar suas políticas para responder às determinações impostas pelos países de maior soberania e, com isso, perdem graus de liberdade de suas políticas macroeconômicas. Ademais, são dependentes das decisões internacionais e vulneráveis a choques especulativos. Epstein (2019) ressalta que 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. Portanto, a MMT possui limitações quando aplicada aos países cuja moeda não é aceita internacionalmente.

Em relação aos regimes cambiais, 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. 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. Em um mundo globalizado e financeiramente integrado, as decisões dos países centrais acabam impactando as decisões das demais economias, independentemente do regime cambial adotado. Como os países em desenvolvimento são integrados financeiramente de forma subordinada, suas autoridades monetárias acabam intervindo constantemente na taxa de câmbio, ou seja, o regime cambial não é totalmente flexível. Na prática, esses países adotam uma ‘flutuação suja’, situação denominada de *‘fear of floating’* por Calvo e Reinhart (2002).

Desta forma, 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 (VERGNHANINI e DE CONTI, 2017; EPSTEIN, 2019; PRATES, 2020). Ou seja, a premissa neochartalista 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. Como mostram Vernengo e Caldentey (2019), as economias 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.

Inserção do Brasil na globalização financeira

A economia brasileira aprofundou seu processo de abertura durante a década de 1990 como estratégia para negociar a dívida externa no âmbito do Plano Brady e controlar a inflação. O processo de liberalização ocorrido no Brasil possibilitou um maior movimento de capitais, através da redução das barreiras aos investimentos internacionais de portfólio e da permissão ao acesso dos agentes econômicos domésticos a modalidades de financiamento externo. O Plano Real foi importante para a estabilização dos preços, no entanto, caracterizou-se por uma política monetária restritiva e o aumento das taxas de juros e da dívida pública no Brasil moldaram um panorama favorável para os investidores estrangeiros ao proporcionar retornos financeiros elevados. Também foram adotadas medidas para garantir a ‘disciplina fiscal’ como exigida pelo FMI para o Brasil aderir ao Plano Brady, conforme orientações no âmbito do Consenso de Washington. Nesse sentido, o governo brasileiro se comprometeu a produzir superávit primário, reduzindo gastos públicos e privatizando empresas estatais para gerar receitas e buscou criar um cenário vantajoso para atrair investimentos internacionais – que seriam a força motriz utilizada para promover o crescimento de longo prazo.

Na segunda metade da década de 1990, a economia brasileira tornou-se menos atrativa para os investimentos estrangeiros em razão dos ataques especulativos ocorridos no México (1994), Leste Asiático (1997) e na Rússia (1998), gerando uma fuga de capitais em outros mercados considerados emergentes devido ao efeito contágio. Houve uma redução no nível de reservas internacionais, que foram utilizadas para proteger o real dos ataques especulativos e as taxas de juros domésticas foram elevadas numa tentativa de conter as saídas de capital estrangeiro. Em síntese, a âncora cambial contribuiu para o controle da inflação, mas apreciou a taxa de câmbio, gerando déficits em transações correntes. A estratégia de crescimento via poupança externa tornou a economia brasileira mais vulnerável e dependente de altas taxas de juros para atrair capitais externos. Os choques especulativos ocorridos no final da década de 1990 evidenciaram esta vulnerabilidade. Ademais, os juros altos impactaram negativamente os investimentos produtivos e o crescimento econômico. Em suma, a política econômica perdeu autonomia e o crescimento foi pífio durante sob a âncora cambial.

Após os ataques especulativos dos anos 1990, ficou patente a necessidade de os países em desenvolvimento dependentes de poupança externa adotarem uma política de acúmulo de reservas para se protegerem de possíveis ataques especulativos e choques externos. As reservas, enquanto necessárias na estratégia de inserção internacional, representam na prática que um país com escassez de capital tem de manter reservas ‘ociosas’ como garantia para responder a ataques especulativos à sua moeda. No Brasil, assim como em outros países em desenvolvimento, as reservas funcionam como uma defesa contra saídas repentinas e garantia de liquidez para os investidores internacionais. Sobre a estratégia de acumular reservas, Prates e Cintra (2007) apontam que, ao intensificar a integração financeira, o governo desconsiderou o controle de capitais como forma de



resgatar a autonomia de política macroeconômica e reduzir a vulnerabilidade em relação aos choques externos. A acumulação de reservas internacionais, num contexto de elevada abertura financeira, mostrou-se uma estratégia pouco eficaz no sentido de que o alívio que pode oferecer em caso de ataque especulativo é momentâneo. Kaltenbrunner e Paineira (2017) concluem que a acumulação de reservas reflete a integração financeira subordinada do Brasil. Apesar do aumento dos ativos denominados em real, esses capitais continuam sendo de curto prazo e voláteis, o que aumenta a vulnerabilidade da economia brasileira.

Tripé macroeconômico e a tentativa de resgate da autonomia política

Durante a âncora cambial, 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, como a utilização das metas de superávit primário e ‘disciplina de mercado’ como sinalizadores do comprometimento fiscal. As altas taxas de juros utilizadas para garantir o retorno dos investidores e o diferencial de juros 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 flutuante¹², 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 (PRATES, 2015). Além disso, a determinação do câmbio passou a ser muito mais

influenciada por fatores externos do que pela conjuntura doméstica, o que contribuiu para a volatilidade cambial.

Mesmo que o regime cambial seja flutuante, as políticas macroeconômicas dos países em desenvolvimento ficam subordinadas às decisões dos países desenvolvidos. Este é o caso do Brasil, pois a flutuação do câmbio não foi capaz de aumentar sua autonomia de política econômica frente aos movimentos externos e a economia brasileira continuou utilizando a taxa de juros como principal componente da política monetária. Em síntese, 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, e a contínua necessidade de elevadas taxas de juros para atrair capitais externos. 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. 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 integração financeira da economia brasileira se aprofundou nos anos 2000, como mostra a ampliação da Posição Internacional de Investimento (PII). Dados do Banco Central do Brasil mostram que a PII da economia brasileira vem crescendo ao longo da década de 2000, com uma retração em 2008 devido à eclosão da crise financeira e atingindo o maior valor

¹² Apesar da adoção do câmbio flutuante, pode-se dizer que o Brasil apresenta um sistema cambial de ‘flutuação suja’, visto que o BCB faz intervenções no mercado de câmbio.



em 2010. Em 2015 houve outra retração da PII devido à crise da economia brasileira, com recessão no biênio 2015-2016. Esta conjuntura impacta a autonomia das políticas econômicas e torna a economia mais vulnerável e propensa a choques externos.

Internacionalização do real e sua posição na hierarquia monetária

Uma moeda internacional é aquela que é utilizada nas transações entre não-residentes fora das fronteiras do país emissor (KENEN, 2009). Este processo pode ocorrer tanto no comércio de bens e serviços quanto pela emissão de ativos financeiros na moeda internacionalizada. Como mostra Kaltenbrunner (2011), o processo de internacionalização refere-se ao movimento de maior utilização das moedas dos países em desenvolvimento pelos agentes financeiros internacionais como estoque de riqueza como também na forma de ativos especulativos. A internacionalização aproxima os mercados doméstico e internacional, ou seja, alterações nas condições externas irão impactar significativamente o movimento de preços dos ativos doméstico, mesmo que não haja mudanças nas condições internas. De acordo com a análise feita por Orsi (2019), existem diferentes tipos de internacionalização e as moedas dos países em desenvolvimento são usualmente internacionalizadas na forma de investimento de curto prazo.

A corrente pós-keynesiana admite que a internacionalização da moeda e a hierarquia monetária possuem uma relação positiva e linear. No entanto, o aumento da demanda por moedas que são internacionalizadas na forma de investimento de curto prazo não engendra uma alteração da sua posição na hierarquia monetária. Portanto, os países emissores das moedas de menor liquidez e que possuem moedas que são internacionalizadas como ativos de curto prazo ficam sujeitos a saídas de capital mesmo que o ambiente doméstico seja favorável (ORSI, 2019).

Kaltenbrunner (2011) mostra que a internacionalização do real teve início em 2003 e se acentuou durante a crise financeira de 2008. O sistema financeiro brasileiro é caracterizado por derivativos de alta liquidez e com vencimentos de curto prazo. Os investidores internacionais ficam mais expostos aos ativos denominados em real e é preciso um montante elevado de moeda doméstica para fazer frente às negociações exigidas. Com a garantia de conversibilidade imediata, os investidores estrangeiros se sentem mais seguros para assumir os riscos inerentes às moedas emergentes. A internacionalização do real ficou evidente durante a crise financeira de 2008. Como muitos investidores estrangeiros possuíam ativos de curto prazo vinculados ao real, a saída maciça desses capitais provocou uma forte desvalorização do câmbio brasileiro, mesmo o cenário doméstico sendo, de certa forma, favorável em relação a outros países. Esse panorama representa uma das principais especificidades da economia brasileira devido à sua inserção subordinada no sistema financeiro internacional e seu elevado grau de integração financeira.

Através de algumas entrevistas com funcionários do Banco Central do Brasil, Orsi (2019) constatou que o processo de internacionalização do real não foi um objetivo de política econômica. No entanto, algumas medidas adotadas pelo BCB contribuíram para a internacionalização da moeda brasileira, como por exemplo, o impacto da regulamentação do uso do real por não-residentes e o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML) que acaba estimulando a regionalização do real ao permitir que algumas operações possam ser realizadas na moeda doméstica dos países participantes. De acordo com Kaltenbrunner (2011), a internacionalização da moeda brasileira foi resultado de dois processos correlacionados: o aumento das negociações do real como ativo internacional e a maior exposição de investidores internacionais a ativos de curto prazo



denominados em real. Além disso, a taxa de câmbio ficou mais dependente das condições internacionais – fato que ficou evidente durante a crise financeira global – e a economia brasileira mais vulnerável ao apetite dos investidores estrangeiros.

Com a internacionalização do real, o sistema financeiro brasileiro passou por uma nova etapa de integração internacional, com a utilização dos ativos brasileiros como instrumentos de comércio internacional. Ademais, houve um aumento de fluxos internacionais de curto prazo denominados em real. Num primeiro momento, os investidores estrangeiros aumentaram suas negociações utilizando ativos denominados em real. Posteriormente, o real passou a ser negociado como um ativo internacional, ou seja, tornou-se uma moeda de especulação nos mercados financeiros internacionais (KALTENBRUNNER, 2011). Assim, os investidores estrangeiros passaram a atuar de forma intensiva no mercado de ações brasileiro, com aplicações em títulos domésticos e negociações com o real. No entanto, este processo possui importantes implicações na taxa de câmbio, com movimentos mais acentuados (tanto de apreciação quanto de depreciação). Além disso, como é usual em economias em desenvolvimento, a taxa de câmbio brasileira passou a refletir muito mais as condições internacionais do que a macroestrutura doméstica.

Apesar de não haver estatísticas que determinem a utilização das moedas como meio de pagamento no âmbito internacional, os dados sobre as transações de câmbio fornecidos trienalmente pelo Banco de Compensações Internacionais, o BIS (*Bank for International Settlements* em inglês) podem ser utilizados para uma melhor compreensão da participação das moedas no volume de negócios do mercado de câmbio global. Com base nos dados do Relatório Trienal do BIS sobre Participação de algumas moedas no volume de negócios do mercado

de câmbio global, observa-se que a maior parte das transações são feitas com o dólar americano, seguido pelo euro, iene e pela libra. Pensando na hierarquia das moedas a partir dessa análise, observa-se que, de fato, as moedas emitidas pelos países centrais ocupam os lugares mais altos da hierarquia. O real ocupa a vigésima posição segundo o relatório de 2019, ficando atrás de outras três moedas periféricas (renminbi, peso mexicano e rand sul-africano). De fato, como observa Orsi (2019), o aumento da utilização do real nos mercados internacionais não provocou uma melhora na posição da moeda brasileira na hierarquia, pois o tipo de internacionalização adotado transformou o real em um ativo de curto prazo. Apesar do aumento dos ativos denominados em real, esses capitais continuam sendo de curto prazo e voláteis, o que aumenta a vulnerabilidade externa da economia brasileira.

Considerações finais

A MMT possui controvérsias e é limitada em relação às especificidades presentes em economias financeiramente integradas de forma subordinada, pois não aborda de forma suficiente as limitações de política impostas por um SMI assimétrico e pela hierarquia das moedas. 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. Além disso, numa economia financeiramente integrada, a flutuação do câmbio pode não ser suficiente para prover a autonomia de política. Ao contrário do que postula a corrente neochartalista, o câmbio flutuante 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.



O Brasil, sendo um país em desenvolvimento, possui limitações em relação ao escopo da MMT. 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. Por fim, a dependência de capitais internacionais limita o espaço de política e torna a economia mais vulnerável a choques externos.

Concluindo, 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 que aumente o espaço de política. 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

BCB – Banco Central do Brasil. Séries Temporais. <https://www.bcb.gov.br/>.

BIS – Bank for International Settlements. *Foreign exchange and derivatives market activity in 2019*. Disponível em: https://www.bis.org/statistics/d11_3.pdf. Acesso: 17/06/2021.

CALVO, Guillermo A.; REINHART, Carmen M. Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 117, n. 2, p. 379-408, May 2002.

EPSTEIN, Gerald. The Institutional, Empirical and Policy Limits of ‘Modern Money Theory’. *Working Paper Series: Political Economy Research Institute (PERI)*, n. 481, mar. 2019.

KALTENBRUNNER, Annina. *Currency Internationalisation and Exchange Rate Dynamics in Emerging Markets: A Post Keynesian Analysis of Brazil*. 2011. 394 f. Tese (Doutorado em Economia) - School

of Oriental and African Studies (SOAS), Universidade de Londres, Londres.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 2017.

KENEN, Peter B. *Currency Internationalization: An Overview*. Artigo apresentado no Bank of Korea e BIS Seminar on Currency Internationalization: Lessons from the Global Financial Crisis and Prospects for the Future in Asia and the Pacific, Seul, Coreia do Sul, 2009. Disponível em: https://www.bis.org/repofficepubl/arpresearch2009_03.01.pdf. Acesso: 14/06/2021.

PRATES, Daniela M. *O regime de câmbio flutuante no Brasil 1999 - 2012: especificidades e dilemas*. Brasília: IPEA, 2015.

PRATES, Daniela M.; CINTRA, Marcos Antonio M. Keynes e a hierarquia de moedas: possíveis lições para o Brasil. *Texto para Discussão, IE/UNICAMP*, n. 137, out. 2007.

_____. Beyond Modern Money Theory: a Post-Keynesian approach to the currency hierarchy, monetary sovereignty, and policy space. *Review of Keynesian Economics*, v. 8, n. 4, p. 494–511, 2020.

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.

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. *Modern Money Theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. Londres: Palgrave Macmillan, 2ª edição, 2015.



Subordinação Financeira das Economias Periféricas Emergentes: Uma Abordagem Estruturalista-Keynesiana

Luiz Fernando de Paula - Professor do Instituto de Economia da UFRJ, coordenador do Grupo de Economia e Política do IESP/UERJ e Pesquisador do Finde

Júlia Leal - Doutoranda em Economia pela UFRJ, Bolsista da Capes e Pesquisadora do Finde

Mateus Coelho Ferreira - Doutorando em Economia pela UFRJ, Bolsista da Capes e Pesquisador do Finde

O avanço da globalização financeira, a desregulamentação dos mercados e as medidas liberalizantes adotadas por alguns países engendraram uma nova configuração econômica internacional, caracterizada pela livre mobilidade de capitais e supremacia das finanças. Este contexto deu origem ao fenômeno da financeirização, que pode ser definida como a transformação na relação entre as esferas real e financeira, visto que as operações de natureza financeira passam a dominar as decisões de investimento; ou ainda como um novo regime de acumulação regido pelas finanças. De todo modo, a financeirização caracteriza-se pela predominância da lógica financeira sobre a economia real.

Enquanto os países centrais dispõem de uma vasta literatura sobre a anatomia de sua financeirização, o estudo sobre as consequências desse processo nas economias periféricas emergentes (EPEs) ainda não é satisfatório. Não obstante, alguns autores vêm estudando os impactos da inserção subordinada de alguns países na dinâmica global e como este fator contribui para um processo de financeirização com condições específicas. Ainda que incipiente, há uma crescente literatura que busca entender as especificidades da financeirização nas EPEs (BECKER et al, 2010; BONIZZI, 2014; LAPAVITSAS e SOYDAN, 2020). A integração financeira internacional tem moldado o fenômeno da financeirização das EPEs, que tem como uma das características principais o fenômeno denominado de

“*subordinate financialization*” (BONIZZI et al, 2019), “*subordinated financial integration*” (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017), ou como proposto neste texto, “*financial subordination*”. Esta está relacionada à forma subordinada e dependente em que as EPEs se integram internacionalmente, dado o caráter pró-cíclico e instável dos fluxos de capitais, sujeito a ciclos de “*boom and bust*” fortemente determinados por fatores exógenos, o que gera instabilidade macroeconômica nas EPEs e reduz o seu “*policy space*”.

Este artigo objetiva dar duas contribuições ao debate sobre subordinação financeira. Uma primeira é desenvolver uma abordagem keynesiana-estruturalista, que leve em conta tanto a assimetria monetária, em que as diferentes moedas estão posicionadas na hierarquia de moedas com diferentes prêmios de liquidez, quanto a assimetria financeira, relacionada diretamente a integração internacional financeira assimétrica das EPEs, sujeitas as vicissitudes do ciclo de liquidez internacional (PAULA et al, 2017). Uma segunda contribuição é mostrar que as EPEs têm diferentes graus de subordinação financeira, que depende de: (i) a forma de inserção financeira internacional (mais ou menos integrada), (ii) o tipo de estrutura produtiva (maior ou menor diversificação). Enquanto as economias exportadoras de *commodities* - como as latino-americanas - têm uma estrutura produtiva pouco diversificada (baixa incorporação de progresso



técnico) e forte dependência de capitais externos, as economias emergentes do Leste Asiático são exportadoras diversificadas de produtos manufaturados de alto valor agregado, o que lhes permite ter uma forte posição no seu balanço de pagamentos, com superávit em conta corrente e forte acúmulo de reservas cambiais, e consequente posição externa líquida positiva, ao contrário do primeiro grupo de países.

Assimetria monetária e financeira: uma abordagem keynesiana-estruturalista

A abordagem pós-keynesiana da hierarquia de moedas toma como ponto de partida a análise de Economia Política Internacional desenvolvida por Cohen (1998) sobre a pirâmide monetária, tanto no que se refere às funções da moeda internacional quanto na ênfase aos problemas derivados de se ser emissor de uma moeda periférica (Orsi et al, 2020). Segundo esta abordagem, o grau de liquidez das moedas determina sua posição na hierarquia e, consequentemente, sua capacidade de exercer as funções da moeda também no âmbito internacional. O dólar é a moeda de maior liquidez e exerce o papel de moeda-chave, uma vez que possui um elevado grau de conversibilidade e é a unidade monetária mais utilizada nas transações internacionais. Ou seja, é considerado pelos investidores internacionais como a moeda mais segura para denominar seus contratos, principalmente em momentos de incerteza (DE CONTI et al, 2014).

De maneira oposta, as moedas dos países periféricos encontram-se nas posições inferiores da hierarquia, pois possuem os menores prêmios de liquidez e não oferecem a segurança das moedas superiores. Para compensar tal condição, esses países utilizam elevadas taxas de juros para atrair investimentos externos e compensar sua baixa liquidez (DE CONTI et al, 2014; PAULA et al, 2017; KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017). A

dinâmica assimétrica do SMI e a existência de uma hierarquia monetária afetam a autonomia das políticas econômicas dos países periféricos, pois são dependentes das decisões internacionais. Os Estados Unidos, enquanto detentores da moeda-chave do sistema monetário internacional atual, possuem uma grande autonomia de suas políticas monetária, fiscal e cambial. Em um cenário de livre mobilidade de capitais e regime de câmbio flexível, essa hegemonia norte-americana torna-se maior e reforça a inserção assimétrica dos demais países (PAULA et al, 2017).

Além da assimetria monetária, caracterizada pela hierarquia das moedas, os países periféricos se deparam com uma assimetria financeira. O fim do acordo de Bretton Woods engendrou uma nova configuração mundial, baseada no dólar americano como moeda-chave, câmbio flutuante e livre mobilidade de capitais. Num cenário representado pelo padrão dólar-flexível, os fluxos de capital passaram a ter livre mobilidade em escala global e iniciou-se uma nova fase da globalização, denominada globalização financeira, devido à superioridade do capital financeiro. Entretanto, as economias periféricas tornaram-se mais vulneráveis a choques especulativos e volatilidade cambial. Assim, a globalização financeira e a maior movimentação de capitais engendraram um processo de financeirização que, nos países em desenvolvimento, ocorre de maneira subordinada devido ao modo de inserção internacional que molda o processo de financeirização doméstica (KALTENBRUNNER e PAINCEIRA, 2017; LAPAVITSAS e SOYDAN, 2020).

Outra especificidade é que os países periféricos tendem a acumular reservas denominadas em dólar para se protegerem de possíveis fugas repentinas de capitais, em particular a partir da adoção de regimes cambiais mais flexíveis a partir da crise asiática de 1997.



De fato, como observam Kaltenbrunner e Paineira (2017), a financeirização subordinada promove a acumulação de reservas cambiais devido a entradas volumosas de capital externo e necessidade de proteção para confrontar a alta volatilidade dos fluxos de capitais e consequentes movimentos abruptos na taxa de câmbio. Contudo, a acumulação de reservas tem elevado custos sociais para tais economias, dados que tais reservas recebem baixa ou nenhuma remuneração em comparação aos elevados juros pagos nos instrumentos domésticos (RODRIK, 2006).

Portanto, as economias periféricas se defrontam com duas assimetrias sobrepostas que reduzem seu “*policy space*” e moldam o seu caráter subordinado a integração financeira internacional: assimetria monetária e assimetria financeira. Essas duas assimetrias acabam resultando em uma assimetria macroeconômica, conforme explorado na abordagem estruturalista de Ocampo (2001a, 2001b). Esta toma como ponto de partida o conceito de centro-periferia desenvolvido por Raúl Prebisch, no qual a periferia precisa se ajustar aos choques gerados pelo centro em relação aos fluxos financeiros, preços das *commodities* e atividade econômica. As economias periféricas possuem pouca diversificação produtiva e acabam absorvendo também choques comerciais.

Assim, a existência de uma assimetria macroeconômica reforça a disparidade entre centro e periferia, pois as economias periféricas absorvem os choques, tanto comerciais quanto financeiros, gerados pelo centro. Segundo Ocampo (2001a), os países centrais são ‘*business-cycle makers*’ enquanto os periféricos são ‘*business-cycle takers*’.

Concluindo, há a nosso juízo uma forte complementaridade entre a abordagem pós-keynesiana de hierarquia de moeda e a abordagem estruturalista da integração assimétrica das economias periféricas: enquanto a primeira enfatiza a assimetria

monetária, a segundo ressalta a assimetria financeira. As sobreposições dessas assimetrias definem o caráter financeiro subordinado das economias emergentes periféricas.

Formas diferenciadas de estrutura produtiva

Outra forma de determinar o grau de subordinação financeira estaria na sua conexão com a estrutura produtiva dos países periféricos especialmente relacionada com sua capacidade de exportar produtos de maior valor agregado quando integrado nas cadeias de valor global, e como resultado da própria natureza da estrutura produtiva de cada país. Pode-se inicialmente compreender essa relação teórica com a contribuição dada pelo estruturalismo latino-americano em torno do conceito de “Centro-Periferia”. Pode-se depreender, utilizando a abordagem estruturalista da CEPAL, que um maior grau de subordinação periférica estaria relacionado com uma estrutura produtiva especializada na produção de *commodities*, como o petróleo, cobre, soja, etc.

Akyüz (2020) mostra que os fluxos de capitais possuem um caráter pró-cíclico no ciclo financeiro global, com uma forte correlação com a evolução dos preços das *commodities* cotadas no mercado internacional, denominando de “nexo commodity-financeiras”. Isto porque os ciclos financeiros e de *commodities* tendem a mover-se em conjunto e a reforçar-se mutuamente, uma vez que um conjunto comum de fatores macroeconômicos globais influencia tanto os fluxos de capitais como os preços das *commodities* na mesma direção: por um lado, durante o boom, um aumento dos preços internacionais das mercadorias estimula as entradas de capitais para as economias periféricas emergentes, enquanto que os aumentos nas entradas de capitais tendem a aumentar a demanda e os preços das mercadorias; por outro lado, durante períodos de saídas de capitais, este nexo de financiamento das



mercadorias funciona na direção oposta: pode surgir um círculo vicioso em que uma queda nos preços das mercadorias conduz a saídas de capitais no caso de uma crise global que, por sua vez, provocaria um ajustamento recessivo da demanda agregada, enfraquecendo ainda mais o crescimento econômico das economias periféricas especializadas em *commodities* (AKYUZ, 2020).

Acrescente-se que mudanças nas taxas de juros nas economias centrais – determinadas principalmente por fatores exógenos - afetam os preços das *commodities* por meio de sua influência na taxa de exploração de recursos não renováveis, como petróleo e minerais: quando as taxas de juros caem os produtores estariam mais dispostos a deixá-los no subsolo para exploração mais tarde do que aumentar a produção e investir o produto em ativos que rendem juros. Assim, taxas de juros mais baixas tendem a reduzir a oferta de *commodities* e aumentar seus preços (AKYÜZ, 2020).

O grau de sofisticação da estrutura produtiva pode ser evidenciado - conforme o conceito de complexidade econômica - analisando os componentes da pauta exportadora de um país específico. Utilizando a base de dados da OCE (2021), pode-se observar nos dados de 2019 que o maior ou menor grau de diversificação produtiva resulta em uma maior ou menor diversificação da pauta de exportação de bens e serviços, ou ainda o maior ou menor grau de sofisticação produtiva em direção a produção de bens e serviços de maior valor agregado. Selecionamos para uma breve comparação, três países asiáticos (China, Coreia do Sul e Malásia) e três latino-americanos (Argentina, Brasil e Chile).

A principal grande diferença entre os dois grupos de países é que China, Coreia e Malásia têm uma participação predominante de produtos manufaturados em sua pauta de exportação (indústria de automóveis e material de transporte), enquanto

Argentina, Brasil e Chile têm uma participação predominante de *commodities*. Entre os asiáticos, China tem a pauta de exportação mais diversificada (componente de máquinas, circuitos integrados, automóveis, caminhões, peças de carro, pneus, etc.), expressando uma estrutura industrial bastante ampla e diversificada, Coreia tem uma pauta com forte conteúdo de manufaturados de alto valor agregado (circuitos integrados, semicondutores, automóveis, peças de veículos, navios, telefones, etc.), enquanto que Malásia tem uma pauta de exportações dividida entre bens manufaturados, com predominância de dispositivos de semicondutores (23,1% do total), e bens *commodities* (petróleo refinado, gás, óleo de dendê, etc.). Já nos países latino-americanos, na Argentina prevalece *commodities* agrícolas (soja e derivados, milho, carne, etc.), Brasil, que já teve predominância até recentemente de bens manufaturados, tanto *commodities* de recursos naturais (principalmente, petróleo cru e ferro) quanto agrícola (soja, milho, carne de frango e bovina, etc.).

A Figura 1 mostra a título de comparação a composição de exportações da China e do Brasil.

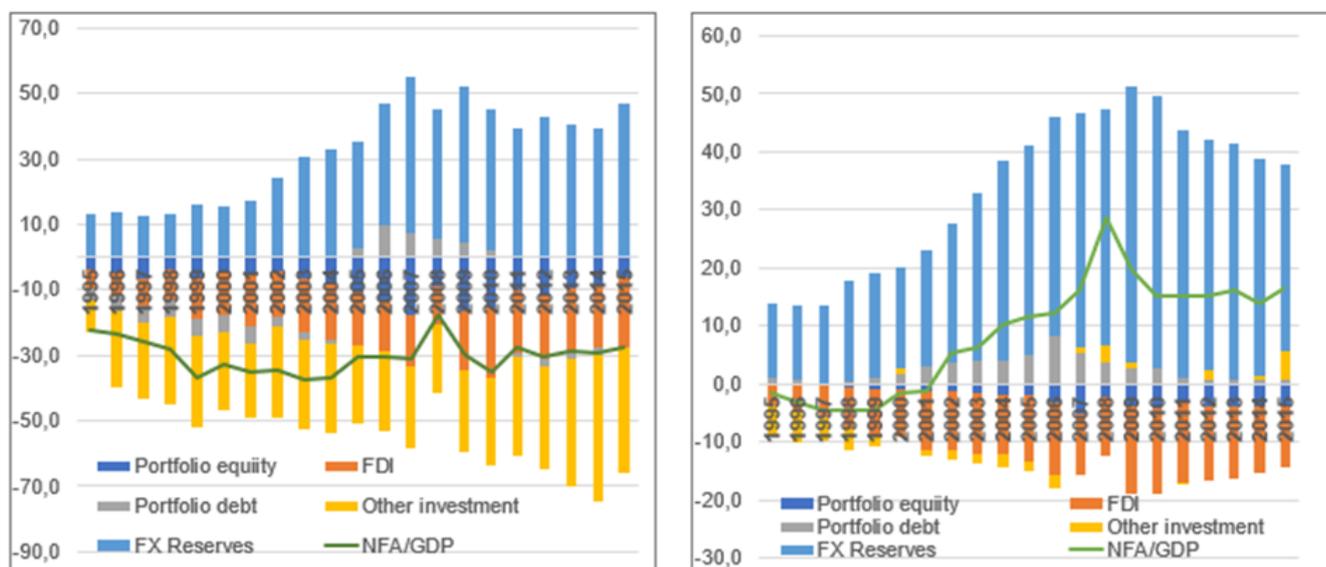
Uma das consequências da assimetria produtiva entre economias latino-americanas produtoras de *commodities* e economias asiáticas produtoras de manufaturas é que as primeiras tendem a ter um desempenho da balança comercial e da conta corrente bem mais volátil e dependente do ciclo de *commodities*, enquanto as segundas tendem a ter um superávit comercial e em conta corrente mais sustentável, com uma volatilidade menor, o que lhes permite acumular reservas cambiais elevadas.

Integração financeira internacional: América Latina e Leste Asiático

Além da assimetria produtiva entre economias centrais e economias periféricas, e, como vimos na seção anterior, uma assimetria produtiva dentro da própria categoria de economias emergentes – entre



Figure 2. Ativos financeiros líquidos, países selecionados da América Latina* e do Leste Asiático** (% do PIB)



Fonte: Elaboração dos autores com base nos dados de Lane e Milesi-Ferreti (2017).

Nota: Gráfico da esquerda refere-se aos países da América Latina e gráfico da direita refere-se aos países do Leste Asiático.

(*) Argentina, Brasil e México; (**) China, Coreia do Sul e Taiwan.

palavras, assimetria produtiva e assimetria financeira são dois lados da mesma moeda.

Comparando as obrigações externas em percentagem do PIB das três maiores economias latino-americanas (Brasil, México e Argentina) e três países do Leste Asiático (China, Coreia do Sul e Taiwan) no período 1995-2015, observa-se dois aspectos importantes: (i) em termos relativos as obrigações externas dos países latino-americanos são maiores do que dos asiáticos; (ii) em que pese a maior diversificação das obrigações externas em ambos grupos de países, no primeiro grupo há predominância de investimento direto estrangeiro (IDE) e outros investimentos, enquanto no segundo grupo há um predomínio ainda maior do IDE, seguido de portfólio em ações (portfolio equity) e outros investimentos.

Quando se analisa os ativos externos dos dois grupos de países, observa-se uma composição

bastante diversa a anterior: (i) ao contrário das obrigações externas, em termos relativos (percentagem do PIB), tais ativos são bem maiores no grupo das economias do Leste Asiático (desde 2005 acima de 60% do PIB) em comparação com as grandes economias latino-americanas (exceção de 2015 sempre abaixo de 40%), o que se deve principalmente ao maior volume de reservas cambiais das economias asiáticas, que em boa medida resulta do melhor desempenho nas exportações líquidas (maiores e menos instáveis); (ii) em ambos grupos de países, há uma tendência crescente de internacionalização de empresas residentes para o exterior.

Por fim, comparamos os ativos financeiros líquidos (net financial assets - NFA) dois grupos de países (Figura 2), o que permite entender melhor as diferenças na integração financeira internacional. Nos dois grupos de países, há clara predominância de



ativos líquidos compostos por reservas cambiais, que como pode ser visto consiste de um ativo, não havendo neste caso uma obrigação externa. A diferença principal, já apontada, está no montante relativo das reservas cambiais. Por outro lado, nas economias latino-americanas há um volume negativo para IED e principalmente e de forma crescente de “outros investimentos”, enquanto nas economias asiáticas, o saldo negativo é principalmente de IED, dado que são grandes receptores deste tipo de capital externo. Por último, cabe destacar que a razão NFA/GDP é altamente negativa para o primeiro grupo de países (em geral mais de 30% do PIB) e a partir de 2002 positiva para os asiáticos, alcançando mais de 10% do PIB desde 2004. Fica claro, portanto, a diferença na natureza da inserção financeira internacional entre os dois grupos de países: o primeiro com obrigações externas bem superiores aos ativos externos, e com predomínio nos ativos financeiros líquidos de outros investimentos; já no segundo, ativos externos superiores aos passivos externos e predomínio nos ativos financeiros líquidos de investimento direto estrangeiro, um tipo de capital menos volátil do que outros investimentos.

Este perfil de ativos e obrigações externas gera uma maior vulnerabilidade externa na América Latina, característica de uma subordinação financeira, dada a maior dependência de obrigações externas, enquanto no Leste Asiático esta vulnerabilidade é menor, seja pela menor magnitude das obrigações externas (e com predominância de IDE), seja por volume de ativos externos maiores, principalmente sob forma de reservas cambiais. Dado que o ativo externo para os dois grupos de países é composto predominantemente de reservas cambiais, que rendem pouco, é de se esperar um fluxo negativo de rendimentos e ganhos/perdas de capitais externos para ambos os grupos de países.

Considerações finais

Este texto buscou desenvolver uma abordagem keynesiana-estruturalista sobre a subordinação financeira das economias periféricas emergentes (EPEs) e sobre a relação centro-periferia aplicada ao processo de integração financeira internacional. Para tanto, além de desenvolver uma base analítica para a compreensão do processo de assimetria monetária e financeira, com base na literatura sobre hierarquia de moedas e na abordagem estruturalista, buscou-se mostrar que as assimetrias produtivas e financeiras estão relacionadas entre si, em que aquelas EPES com estrutura produtiva de baixa complexidade e como exportadoras de *commodities* tendem a ser economias muito mais voláteis - isto é, mais sujeitas ao boom e à queda do ciclo das *commodities* e do ciclo de liquidez (que como vimos estão fortemente relacionados). São, portanto, mais subordinadas financeiramente do que aquelas EPEs com estruturas produtivas mais complexas e exportadoras de produtos manufaturados. Como vimos, estas últimas, constituídas por economias asiáticas com maior dinamismo econômico, tendem a ter superávits em conta corrente (e com menor volatilidade do que as economias latino-americanas) e altos níveis de reservas cambiais. Além disso, atraem principalmente investimentos estrangeiros diretos, um tipo de capital menos volátil, o que lhes confere uma posição externa mais robusta.

Referências

- AKYÜZ, Y. (2011). “Capital flows to developing countries in a historical perspective: Will the current boom end with a bust?” South Centre Research Paper no. 37, March.
- AKYÜZ, Y. (2020) “The commodity-finance nexus: Twin boom and double whammy”. Revista de Economia Contemporânea, 24(1): 1-13.



BECKER, J.; JAGER, J. LEUBOLT, B.; WEISSENBACHER, R. (2010) “Peripheral financialization and vulnerability to crisis: A Regulationist perspective”. *Competition and Change* 14(3-4): 225-47.

BONIZZI, B. (2014) “Financialization in developing and emerging countries: A survey”. *International Journal of Political Economy*, 42(4): 83–107.

BONIZZI, B., KALTENBRUNNER, A.; POWELL, J. (2019) “Subordinate financialization in emerging capitalist economies”. In: Mader, P., Mertens, D.; van der Zwan, N. (ed.). *The Routledge International Handbook of Financialization*. London: Routledge.

COHEN, B. J. (1998) “The Geography of Money”. Ithaca: Cornell University Press.

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.

KALTENBRUNNER, A; PAINCEIRA, J.P. (2017): *Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience*. *New Political Economy*, DOI: 10.1080/13563467.2017.1349089.

LANE, P.R.; MILESI-FERRETTI, G.M. 2017. *International financial integration in the aftermath of the global financial crisis*. IMF Working Paper WP/17/115, May.

LAPAVITSAS, C., SOYDAN, A. (2020) “Financialisation in Developing Countries: Approaches, Concepts and Metrics”. SOAS Department of Economics, Working Paper, n. 240.

OCAMPO, J. A. (2001a) “International asymmetries and the design of the international financial system”. CEPAL, *Temas de Coyuntura*, n. 15.

OCE – The Observatory of Economic Complexity, <https://oec.world>, acesso em 05 de maio de 2021.

ORSI, B.; KALTENBRUNNER, A; DYMSKI, G. (2020): “Currency Hierarchy and the Nature of the Internationalisation of Peripheral Currencies”. Mimeo.

PAULA, L.F.; FRITZ, B; PRATES, D. (2017) “Keynes at the periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 2, p. 183-202.

RODRIG, D. (2006): “The social cost of foreign exchange reserves”. *International Economic Journal*, 203: 253-266.



Consequências e lições do estelionato eleitoral de 2014

Pedro Lange Netto Machado - Doutorando de Ciência Política Iesp-Uerj e pesquisador do Finde

No ano eleitoral de 2014, o Partido dos Trabalhadores (PT) lançou a candidatura à reeleição de Dilma com a promessa de "Mais mudanças, mais futuro". Este foi o título do programa de governo apresentado aos eleitores brasileiros naquela corrida presidencial. O partido prometia lançar as bases de um novo ciclo de mudanças, "para superar problemas estruturais e seculares que ainda impedem o desenvolvimento pleno de um país mais justo e para garantir que não ocorrerão retrocessos nas importantes conquistas obtidas nos últimos 12 anos" (PT, 2014, p. 5). Para tanto, fazia-se necessário aumentar os investimentos públicos em educação, ciência e tecnologia, assim como expandir as políticas sociais existentes e os investimentos em infraestrutura.

O projeto petista, segundo a narrativa corrente, era ameaçado pelos adversários de Dilma na disputa. As conquistas sociais de três mandatos do PT seriam comprometidas se um candidato de direita fosse eleito e implementasse uma agenda de austeridade, em linha com demandas do mercado financeiro. No segundo turno das eleições, era bastante claro, para os eleitores de Dilma, que essa ameaça era representada por Aécio Neves, do PSDB, que provavelmente transferiria para os mais pobres os custos da superação da turbulência econômica então experimentada, em benefício dos estratos mais ricos da população.

Uma vez reeleita, porém, a presidente surpreendeu a todos – eleitores e oposição. Imediatamente após a apertada vitória sobre Aécio, nomeou para o ministério da fazenda um prócer do mercado financeiro, Joaquim Levy, que prometeu um forte ajuste fiscal, em linha com o programa derrotado

nas urnas. Os custos do estelionato recaíram, inevitavelmente, sobre a agenda social prometida pelo governo. Como resultado, já entre dezembro de 2014 e fevereiro de 2015, a aprovação da presidente despencara 21%, sinalizando o rápido derretimento de sua base de apoio popular (G1, 2015).

Não se pretende explorar, neste espaço, as razões que levaram o governo reeleito a mudar de forma tão drástica os planos prometidos. Haverá sempre justificativas a serem enumeradas, que contemplam desde o quadro recessivo em que a economia adentrava, passando pela reversão do superciclo das *commodities*, até o cálculo político do PT e a nova correlação de forças políticas no país, resultante da formação do Congresso Nacional mais conservador – até então – da história da Nova República. Em outra direção, busca-se aqui compreender algumas das consequências sociopolíticas da ação.

O estelionato eleitoral de Dilma ofereceu uma oportunidade única para as forças políticas que tentavam, havia quatro ciclos eleitorais, retomar e aprofundar a agenda neoliberal que prevaleceu no Brasil na década de 1990. É verdade que qualquer avaliação crítica dos governos do PT deve lembrar que nem Lula nem Dilma romperam com as diretrizes macroeconômicas estabelecidas no governo FHC. Mas também é verdade que o impulso por privatizações e reformas liberalizantes foi contido, enquanto uma série de políticas sociais viabilizaram a redução da pobreza e a conformação de um mercado interno pujante no país. Isso estruturou a diferenciação, percebida pelo eleitorado, entre os

postulantes de esquerda e direita no sistema partidário brasileiro.

Entretanto, ao turvar essa diferença em 2015, o PT caiu em descrédito com seu próprio eleitorado. Paralelamente, Michel Temer, que sucedeu a Dilma após o *impeachment*, apareceu como a figura ideal não apenas para dar continuidade ao ajuste fiscal já implementado pela presidente em seu breve segundo mandato, mas também para perpetuá-lo por meio de reformas estruturais e institucionais – cujo símbolo maior foi a Emenda Constitucional 95, que instituiu no país um teto para os gastos públicos. Como sugerem Campello e Zucco (2020, p. 205), Temer não era um político de direita qualquer, mas sim um político de direita provavelmente consciente de que suas chances de renovar o mandato nas eleições seguintes eram bastante remotas. Desse modo, o ímpeto para dar andamento a medidas altamente impopulares não foi contido pelos freios que o cálculo eleitoral deveria impor.

O período que contempla o segundo governo Dilma e o governo Temer foi, como resultado, crítico para a insatisfação de boa parte da população brasileira com seu sistema político. Este movimento, é preciso observar, reflete uma tendência internacional do contexto de globalização, que se configurou nas últimas décadas do século XX. Em boa parte do mundo ocidental, a crescente concentração de renda, precarização do trabalho, retração das classes médias, desindustrialização, financeirização e os altos níveis de desemprego se associaram à falta de alternativas políticas nas democracias liberais, na medida em que governos, à direita e à esquerda do espectro partidário, passaram a implementar políticas econômicas semelhantes e alinhadas aos parâmetros da globalização. Em linhas gerais, a agenda predominante se fundamentou em preceitos neoliberais de

organização socioeconômica e acarretou o desmonte dos Estados sociais previamente estabelecidos em maior ou menor grau. Para piorar, ela se mostrou também ineficaz na promoção do crescimento econômico, de modo a acentuar as mazelas supracitadas.

A conseqüente reação popular vem então se refletindo no fortalecimento de movimentos autoritários, populistas e neofascistas, que se aproveitam da demanda social por soluções fáceis e radicais aos problemas experimentados. No Brasil, essa onda anti-establishment foi potencializada pelo cenário de concomitantes crises política, econômica e de representatividade – esta resultante do estelionato seguido pelo *impeachment*, que levaram ao paroxismo a patente falta de alternativas ao eleitor. Em outubro de 2018, isso se refletiu na vitória de Jair Bolsonaro nas eleições presidenciais, que fez uso de um discurso marcadamente antissistema para obter os votos de mais de 57 milhões de brasileiros.

Impulsionado pela Operação Lava-Jato, o debate eleitoral de então se pautou majoritariamente pelo tema da corrupção, em linha com o modus operandi de lideranças populistas mundo afora. No discurso bolsonarista, os escândalos da Petrobrás serviram à propaganda e ao fortalecimento de uma agenda pretensamente anti-Estado para a economia, representada pelo programa ultraliberal de Paulo Guedes, e do conseqüente aprofundamento das reformas estruturais iniciadas por Temer. Com essa finalidade, o governo Bolsonaro logo promoveu uma reforma da previdência e, à altura em que se escreve este texto, acaba de aprovar a privatização da Eletrobras. Apesar do forte choque exógeno representado pela pandemia da Covid-19 e da postura negacionista do governo frente à crise sanitária, em

O estelionato eleitoral de Dilma ofereceu uma oportunidade única para as forças políticas que tentavam, havia quatro ciclos eleitorais, retomar e aprofundar a agenda neoliberal que prevaleceu no Brasil na década de 1990.

prejuízo da economia nacional, é seguro afirmar que essa agenda econômica dificilmente resgataria o país do quadro de estagnação em que se encontrava desde 2017. Em outras palavras, um exercício contrafactual, baseado tanto na experiência recente brasileira quanto na internacional, permite projetar um cenário no qual, mesmo sem as circunstâncias pandêmicas, a economia brasileira permaneceria sem crescer e o país ainda lidaria altos níveis de desemprego e desigualdade social.

O estelionato eleitoral de 2014 desponta, portanto, como uma peça no quebra-cabeças para se compreender a resiliência da agenda ortodoxa no Brasil. Em um primeiro momento, ela foi revitalizada pelo próprio PT e logo sedimentada por Temer; na sequência, as forças políticas que a defendem instrumentalizaram um movimento populista para fazê-la permanecer vigente, ao mesmo tempo em que foram também usadas pelo grupo político de Bolsonaro para alcançar o poder. Essa coalizão social – que abrange setores financeiros, a grande mídia, o agronegócio, igrejas neopentecostais, parte do empresariado e frações das classes médias e altas – vem buscando, desde 2015, interditar o debate econômico brasileiro.

Mas a disfuncionalidade da liderança de Bolsonaro na implementação da agenda ortodoxa promoveu cisões profundas nessa aliança, que abrem espaço para que um programa alternativo saia novamente vitorioso das próximas eleições presidenciais. Nesse contexto, se a conjuntura de 2015 ofereceu pretextos para uma guinada à direita da política econômica do governo do PT, tudo indica que o cenário para 2022 será bastante diferente. Isso porque a pandemia da Covid-19 parece estar acelerando a tendência de superação da ortodoxia neoliberal, cujas fragilidades se evidenciaram na capacidade limitada dos Estados que a privilegiaram para reagir aos desafios impostos pela crise sanitária (Saad Filho, 2020).

Os sinais dessa realidade são abundantes. Nos Estados Unidos, as diretrizes de política econômica do governo Biden apontam para uma direção distinta do que prevalecia no país desde a década de 1980, com um maior ativismo do Estado na provisão de bem-estar social e na promoção de investimentos públicos (Andrés, 2021). Paralelamente, organizações internacionais como o FMI e o Banco Mundial vêm flexibilizando seu alinhamento aos preceitos ortodoxos, admitindo e recomendando a ação do Estado, via expansão fiscal, para a superação da crise corrente (Valor Econômico, 2021). Além disso, na América do Sul, um novo ciclo de governos progressistas parece se formar, o que permite especular sobre a ascensão de uma nova "maré rosa" na região (Machado, 2021). É nesse cenário em que Lula, do PT, aparece bem à frente de Bolsonaro nas pesquisas presidenciais para 2022.

Se conseguir ser eleito, Lula terá nova oportunidade de implementar um programa nos moldes do que fora vitorioso em 2014. Com efeito, o ex-presidente já deu declarações apontando para necessidade de se revogar o teto de gastos, mas é preciso ir além para recuperar a confiança dos cidadãos brasileiros em seu sistema político e evitar que um novo governo extremista possa instrumentalizar um sentimento de indignação generalizada para alcançar o poder e ameaçar as instituições do país. Os desdobramentos sociopolíticos brasileiros, desde 2002, sugerem que a maior parte da população vem rejeitando o alinhamento irrestrito à agenda ortodoxa. No único processo eleitoral em que ela saiu vitoriosa no período, em 2018, o debate econômico foi coadjuvante num cenário atipicamente conturbado – marcado por uma forte difusão de *fake news*, por um atentado à vida de Bolsonaro e pela prisão de Lula, que depois seria reconhecida como ilegal, quando o petista despontava em primeiro lugar nas pesquisas de intenções de voto.

Mas nada indica que uma vitória do PT será fácil no ano que vem – a despeito do que as últimas pesquisas vêm apresentando. Dois motivos, pelo menos, recomendam a cautela dessa avaliação. Em primeiro lugar, é possível que Bolsonaro esteja experimentando o piso de seus índices de popularidade, que ainda é alto e contempla cerca de 25% da população. Desse modo, ao longo do ano que precede as eleições, é provável que sua aprovação aumente, uma vez que a vacinação seguirá avançando nos próximos meses, o que, por si só, deve se reverter em efeitos benéficos para a economia. Paralelamente, o país vem se beneficiando de um novo boom nos preços das *commodities* e o governo Bolsonaro planeja, nesse contexto, lançar uma nova política de distribuição de renda. As perspectivas para o presidente são, no entanto, ainda nebulosas, dados os desdobramentos da CPI no Senado Federal e as incertezas inerentes à pandemia.

Em segundo lugar, o *impeachment* do presidente aparece no horizonte, embora seja pouco provável de ocorrer enquanto perdurar a aliança do governo com o presidente da Câmara, Arthur Lira, e com bloco do "centrão" que ele representa. Quanto a esse tema, é bom lembrar que a destituição de Bolsonaro interessa politicamente sobretudo às forças de direita do país, defensoras da agenda ortodoxa para a economia. No possível embate entre Lula e Bolsonaro em 2022, a coalizão neoliberal tende a ver a predominância de seus interesses novamente ameaçada, em função do favoritismo petista. Disso decorre que apenas a destituição do presidente poderia novamente embaralhar as cartas do jogo político e viabilizar, no pleito eleitoral, uma nova liderança de direita que substitua Bolsonaro na polarização com Lula. Portanto, embora a remoção de Bolsonaro da presidência seja urgente, é preciso ter claro que este se trata de um movimento eleitoralmente prejudicial à superação da agenda econômica cuja hegemonia, ao fim e ao cabo, foi o que ajudou a alçá-lo ao poder.

Apesar de todos os problemas e ameaças que a liderança pessoal de Bolsonaro representa para o país, é preciso ter em vista que sua vitória, em 2018, é sintoma de um problema maior, que não pode ganhar sobrevida no ciclo eleitoral vindouro. Internacionalmente, como visto, essa percepção parece se consolidar, dados os movimentos no sentido de superação da ortodoxia econômica nos países desenvolvidos. Mas no Brasil ainda são escassos os sinais nessa direção. Caberá então às forças da esquerda brasileira, se vitoriosas nas urnas, não repetirem os erros do passado, de modo a atacar as causas que viabilizaram o bolsonarismo no último ciclo eleitoral. Para tanto, as alianças firmadas em prol da democracia, que são imprescindíveis e urgentes, não devem incluir concessões que imobilizem o Estado no enfrentamento dos problemas socioeconômicos.

Referências

ANDRÉS, R. (2021) A volta da alternativa: O novo keynesianismo do governo Biden e a infraestrutura no século XXI. Revista Piauí. Acessado em 3 de julho de 2021 e disponível em <<https://piaui.folha.uol.com.br/materia/volta-da-alternativa/>>.

CAMPELLO, D.; ZUCCO, C. (2020). The Volatility Curse: Exogenous Shocks and Representation in Resource-Rich Democracies. New York: Cambridge University Press, 2021.

G1 (2015). Popularidade de Dilma despenca 21 pontos percentuais em dois meses. Acessado em 20 de junho de 2021 e disponível em <<http://g1.globo.com/fantastico/noticia/2015/02/popularidade-de-dilma-despenca-21-pontos-percentuais-em-dois-meses.html>>.

MACHADO, P. L. N. (2021). Perspectivas e desafios para uma nova "maré rosa" na América do Sul. Boletim OPSA, n. 1. Acessado em 25 de junho de 2021 e disponível em <<http://opsa.com.br/wp->

content/uploads/2021/05/Boletim_OPESA_2021_n1_jan-mar.pdf>.

PT (2014). Mais Mudanças, Mais Futuro. Acessado em 5 de julho de 2021 e disponível em <<https://www.pt.org.br/wp-content/uploads/2014/07/Prog-de-Governo-Dilma-2014-INTERNET1.pdf>>.

SAAD FILHO, A (2020). Coronavírus, crise e o fim do neoliberalismo. Acessado em 3 de julho de 2021 e disponível em

<<https://aterraeredonda.com.br/coronavirus-crise-e-o-fim-do-neoliberalismo/>>.

VALOR ECONÔMICO (2021). Há um novo consenso de Washington, e ele é bem menos fiscalista. Acesso em 29 de junho de 2021 e disponível em <<https://valor.globo.com/mundo/noticia/2021/04/12/ha-um-novo-consenso-de-washington-e-ele-e-bem-menos-fiscalista.ghtml>>.

***Green New Deal* – confrontando algumas abordagens**

Paulo Gonzaga M. de Carvalho - diretor da Sociedade Brasileira de Economia Ecológica (ECOECO) e pesquisador do Finde

O tema do *Green New Deal* (GND) (“O Grande Acordo Verde”) não é novo¹³, mas ganhou grande relevância com a vitória de Biden como presidente dos EUA. GND é uma nova designação para a chamada transição verde ou transição para uma economia de baixo carbono. Trata-se de um conjunto de políticas voltadas para o enfrentamento das mudanças climáticas (MC). Mas o que vem a ser um *Green New Deal*? Não há uma resposta única a essa pergunta e sim múltiplas, pois essa expressão é entendida de diferentes formas por diferentes pesquisadores/grupos.

O objetivo desse curto artigo é, de forma preliminar, analisar e confrontar algumas das diferentes visões sobre o GND. Seleccionamos, apenas quatro textos¹⁴, cada um com diferente referência geográfica (Europa, EUA e América Latina/Brasil e Brasil), numa tentativa de abordar distintos enfoques. A rigor, os textos não são estritamente comparáveis pois, têm propósitos diferentes. O da Europa trata das bases de uma política que está sendo implementada. O texto americano é uma resolução da Câmara dos Deputados, que provavelmente nunca será implementada da forma como está. O artigo sobre América Latina/Brasil é um texto acadêmico com uma proposta de linhas gerais de uma política de transição verde. O que se refere exclusivamente ao Brasil, é um documento político de um partido (Partido dos Trabalhadores). Estamos conscientes das limitações que enfrentamos – apenas

quatro artigos, com propósitos diferentes – mas ponderamos que mesmo assim uma comparação é válida para uma primeira abordagem de um tema ainda pouco estudado no Brasil.

Começaremos definindo os elementos básicos de um GND e, em seguida, voltando um pouco atrás no tempo, para analisar o *New Deal* original do presidente Roosevelt.

***Green New Deal* – elementos básicos**

O GND surgiu para enfrentar os desafios colocados pelas mudanças climáticas (MC). Isso envolve principalmente políticas de mitigação, que atacam as causas das MC – emissões de gases estufa e sua concentração na atmosfera e também políticas de adaptação, que se voltam para minimizar os danos que são consequências das MC – ex: deslocamento de populações que estão em áreas de risco de inundações.

O cerne das medidas de mitigação, que tendem a estar no centro do GND, está na proposta de mudança da matriz energética. Essa precisa modificar sua estrutura com diminuição do peso, e, no limite, eliminação dos combustíveis fósseis e, em simultâneo, ganham espaço as energias renováveis. Num primeiro momento, medidas de aumento de eficiência no uso da energia e de insumos de modo geral, são muito importantes.

¹³ Essa expressão possivelmente foi cunhada pelo jornalista Thomas L. Friedman num artigo para o New York Times em 19/01/2007 chamado “A Warning From the Garden”. Vide <https://www.nytimes.com/2007/01/19/opinion/19friedman.html> acesso em 06/05/2021

* Agradeço as críticas e sugestões de Eloisa Castro, Carmem Feijó e Adriano Sampaio.

¹⁴ Deixamos de lado, portanto, textos importantes, dentre outros: Chomsky e Pollin (2020), Green New Deal Group (2008) Pettifor (2019) e Crocco e Feil (2019).



Mudanças na matriz energética têm impactos nas cadeias produtivas e no nível e distribuição dos empregos. Portanto, serão necessárias políticas setoriais e sociais para dar conta de estimular determinados setores e minimizar as perdas dos segmentos econômicos prejudicados. A ação do Estado é imprescindível, indo além de seu papel de simples coordenador do processo.

No caso do Brasil, a mudança de uso da terra e florestas e a agropecuária respondem respectivamente por 44,5% e 27,5% das emissões de gases estufa no país. Assim sendo, no caso específico do Brasil, elementos adicionais “não tradicionais”¹⁵ são de suma importância: políticas para tratar a agropecuária e enfrentar o desmatamento. Um terceiro componente deve ser incluído nessa lista, a gestão de recursos hídricos. O Brasil sempre se destacou por ter base energética “limpa” baseada na hidroeletricidade¹⁶. Porém a crise hídrica atual mostra que esse modelo tem fragilidades, o que está nos levando a utilizar gás natural para produção de energia, aumentando a geração de gases de efeito estufa.

Esses são apenas os pontos básicos, pois há vários desdobramentos na área financeira, fiscal, de educação, de comércio exterior, urbanismo, institucional etc. Ainda sobre esse aspecto há o nível de aprofundamento das políticas, ou seja, o grau de mudança que se deseja na sociedade, que pode ir de um capitalismo (muito ou pouco) reformado até a algo como um Estado Estacionário ou Eco-socialismo¹⁷. A atuação ativa do país nos fóruns internacionais da geopolítica internacional do clima, não pode ser esquecido ou negligenciado. O problema das MC é global, o engajamento dos países tem que ser coletivo,

com destaque para as grandes economias, ou o fracasso será certo.

O *New Deal* de Roosevelt como ponto de referência

New Deal foi um conjunto de programas e reformas implementados pelo presidente americano Franklin D. Roosevelt entre 1933 e 1939 com o objetivo de combater a Grande Depressão de 1929. As mudanças na economia, na sociedade e na política foram profundas. Essas reformas criaram raízes na sociedade americana. Não foram revertidas pelos governos conservadores posteriores, e ampliadas pelos governos do partido democrata que se seguiram. Pode-se dizer que o *New Deal* tinha basicamente dois objetivos. Um de curto prazo, colocar a economia novamente na rota do crescimento. O segundo de médio e longo prazos, buscando tornar a economia e a sociedade mais resilientes, de modo a evitar novas recessões e a resistir melhor a elas, caso voltassem a ocorrer. Roosevelt só conseguiu ter sucesso por ter forte apoio popular e no Congresso.

Quando se fala em GND implicitamente está se dizendo que o desejado são reformas profundas, acompanhadas de forte presença do Estado no processo, como ocorreu na era Roosevelt. O que reiteradas vezes se esquecido é que Roosevelt só teve sucesso porque a recessão nos anos 1930 foi prolongada caracterizando uma depressão e, em função disso, a necessidade de mudanças profundas era muito evidente para a opinião pública para se evitar o caos social. Apesar de tudo que fez, ele perdeu uma eleição de meio de mandato e, conseqüentemente, a maioria do Congresso em 1938, por conta de uma

¹⁵ Por exemplo, em relação a Europa.

¹⁶ A hidroeletricidade não é tão limpa como parece à primeira vista. Nos reservatórios há decomposição de matéria orgânica e, portanto, geração de metano.

¹⁷ Vide a respeito Chomsky e Pollin (2020), Pettifor (2019).



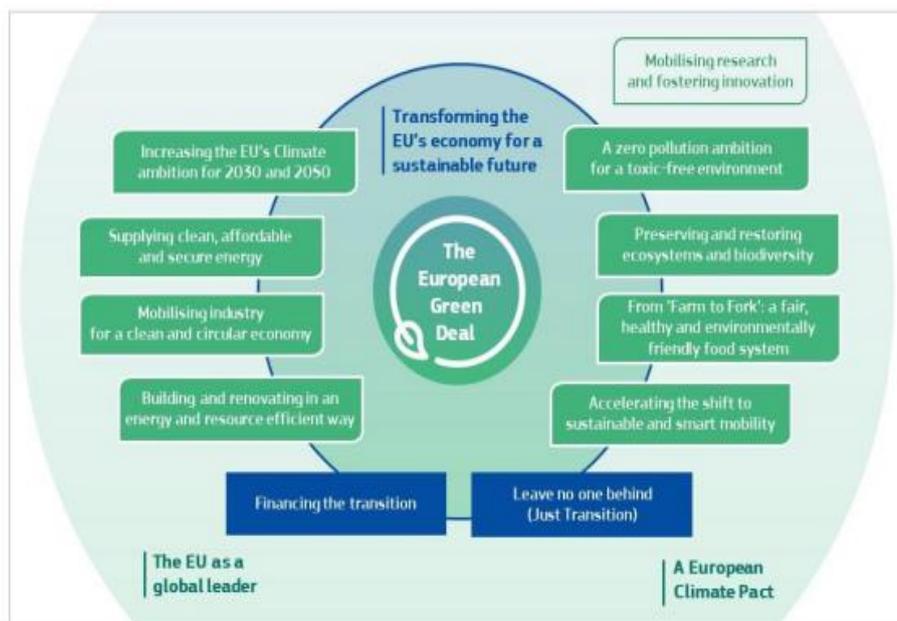
curta recessão. Se não fosse a guerra, talvez não se reelegesse.

Trazendo para os dias atuais, podemos fazer um paralelo entre a depressão dos anos 1930 e as ameaças provocadas pelas mudanças climáticas. Para a opinião pública mundial está claro que a crise climática é de

O GND Europeu

Abordaremos agora a proposta da Comissão Europeia (União Europeia – EU) para o GND - *The European Green Deal*. Tomaremos como base o documento “*Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the*

Figura 1 - The European Green Deal



Fonte: EU - The European Green Deal p. 3

certa forma equivalente à crise de 1929 em termos de seu impacto no cotidiano das pessoas? Com certeza não, mesmo porque na crise de 1929 as consequências eram imediatas e visíveis no curto prazo. Já as MC têm efeitos principalmente nos médio e longo prazos. Sem forte apoio da população, e, portanto, do Congresso, Roosevelt não poderia ter feito o que fez. Há apoio equivalente para o GND? Provavelmente só em poucos países. Ao se fazer a analogia entre o *New Deal* e o GND essas questões políticas costumam ser deixadas de lado.

*European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – The European Green Deal*¹⁸ considerado uma importante referência sobre o tema¹⁹.

No segundo parágrafo desse documento está a definição do *The European Green Deal*:

“The European Green Deal is a response to these challenges. It is a new growth strategy that aims to transform the EU into a fair and prosperous society, with a modern, resource-efficient and competitive economy where there are no net emissions of greenhouse gases in 2050 and where economic growth is decoupled from

¹⁸ Disponível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1/language-en> acesso 26/06/2021

¹⁹ Vide referência como main document em <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/LSU/?uri=CELEX:52019DC0640&print=true> acesso em 23/06/2021

resource use.” Grifo nosso (European Commission 2019 p. 2)

O GND Europeu é uma estratégia de crescimento, não de desenvolvimento. O objetivo é transformar a EU numa sociedade justa e próspera – a questão social é logo destacada – e eficiente no uso de recursos e competitiva. Como consequência disso, não haverá emissões líquidas de gases estufa em 2050²⁰ e ocorrerá o descasamento (*decoupling*) entre crescimento econômico e uso de recursos. O interessante aqui, é que as emissões zero não são o objetivo e sim a consequência do objetivo – uso eficiente de recursos - ter sido alcançado. Outro ponto a destacar é que se menciona o uso eficiente e não a mudança do padrão energético. Apenas com aumento de eficiência pode-se alcançar a meta?

É interessante analisarmos a figura a seguir do referido documento para continuarmos discutindo o assunto.

Fica claro que o foco é transformar a economia na direção da sustentabilidade, e que poluição zero – não só de gases de efeito estufa - é uma decorrência. Vale sinalizar que o aumento da eficiência é mencionado apenas uma vez – apesar do destaque na definição do GND - e relacionado a um setor específico, o de construção. Já energia limpa – que é associada à mudança da matriz energética – é mencionada duas vezes ao se falar de indústria e do setor energético.

Algumas ausências chamam a atenção. Medidas de adaptação não são mencionadas, só de mitigação. A questão social só não está ausente totalmente porque é assinalado que haverá uma “transição justa”.

Em suma, a proposta da EU é bastante abrangente e tem um compromisso forte (com meta)

com a descarbonização. Mas note-se o pouco destaque para questões sociais e de adaptação e certa dubiedade ao tratar da mudança da matriz energética.

Ocasio-Cortez e o *Green New Deal*

O termo *Green New Deal* tornou-se conhecido quando foi aprovado, em 07/02/2019, uma resolução na Câmara dos Deputados do Congresso dos EUA que “reconhece o dever do Governo Federal de criar um *Green New Deal*”. Essa iniciativa foi liderada por Alexandria Ocasio-Cortez (AOC), deputada do Partido Democrata de Nova York, que acabou se tornando um expoente da chamada ala esquerda do partido.

Os objetivos do GND seriam:

- 1) achieving greenhouse gas and toxic emissions reductions needed to stay under 1.5 degrees Celsius of warming;
- 2) establishing millions of high-wage union jobs and ensuring economic security for all;
- 3) investing in infrastructure and industry;
- 4) securing clean air and water, climate and community resiliency, healthy food, access to nature, and a sustainable environment for all; and
- 5) promoting justice and equality.

Grifo e enumeração nossa

Fonte: <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-resolution/332?s=1&t=5> acesso em 24/06/2021

Para serem alcançados os objetivos seria necessário um plano de mobilização nacional de dez anos, cujos objetivos e projetos incluiriam:

- 1) building smart power grids (i.e., power grids that enable customers to reduce their power use during peak demand periods);
- 2) upgrading all existing buildings and constructing new buildings to achieve maximum energy and water efficiency;
- 3) removing pollution and greenhouse gas emissions from the transportation and agricultural sectors;
- 4) cleaning up existing hazardous waste and abandoned sites;
- 5) ensuring businesspersons are free from unfair competition; and

²⁰ Posteriormente essa meta foi revista.



6) providing higher education, high-quality health care, and affordable, safe, and adequate housing to all. Grifo e enumeração nossa

Fonte: <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-resolution/332?s=1&r=5> acesso em 24/06/2021

Esse GND tem um compromisso explícito, e logo como primeiro objetivo, com o Acordo de Paris (“*needed to stay under 1.5 degrees Celsius of warming*”) e também um forte comprometimento com as áreas ambiental (“*sustainable environment for all*”) e social (“*high-wage union jobs and ensuring economic security for all*”, “*high-quality health care, and affordable, safe, and adequate housing to all*”). Lendo o documento fica-se com a impressão que as preocupações sociais e ambientais têm peso equivalentes. Usa-se - no bom sentido - a oportunidade aberta pela necessidade de enfrentar as MC para promover um avanço na direção do estabelecimento de um Estado do Bem-Estar, embora esse termo (Welfare State) não apareça na resolução em nenhum momento, possivelmente para facilitar sua aprovação.

A proposta é bem abrangente incluindo agricultura, indústria, construção, transportes, infraestrutura, conservação de ecossistemas etc. Inclui ações tanto nas áreas de mitigação quanto de adaptação (“*building resiliency against climate change-related disasters*”). Na área energética as metas são ambiciosas, como por exemplo “*meeting 100 percent of the power demand in the United States through clean, renewable, and zero-emission energy sources*”. Inclui ainda espaço para participação social, vide citação a seguir.

“ensuring the use of democratic and participatory processes that are inclusive of and led by frontline and vulnerable communities and workers to plan, implement, and administer the Green New Deal mobilization at the local level;”

²¹ Para todas as referências ao programa de Biden nesse parágrafo vide <https://joebiden.com/climate-plan/> acesso em 24/06/2021

²² O termo é uma alusão ao conceito de “Big Push” formulado pelo economista Rosenstein-Rodan em 1957.

Fonte: <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-resolution/332?s=1&r=5> acesso em 24/06/2021

É um plano muito ambicioso e progressista e por isso mesmo ainda não foi, e provavelmente não será no futuro próximo, aprovado pelo Senado dos EUA. É uma grande declaração de intenções e teve grande valor político, pois influenciou o programa de campanha do Partido Democrata que elegeu Biden para a presidência.

Não é nosso objetivo nesse artigo também discutir o programa de Biden, mas cabe registrar, que em alguns pontos esse foi mais progressista que o GND de AOC. Por exemplo, Biden propõe zerar as emissões líquidas até 2050²¹ e adoção de soluções tecnologicamente mais ousadas como a captura das emissões de carbono e sua estocagem no subsolo. Biden, inclusive enfrenta uma questão que é polêmica entre ambientalistas e por isso, com frequência fica de fora das discussões de um GND, que é o uso ou não da energia nuclear. Biden é a favor, com qualificações – ex. os reatores devem ser pequenos.

Camila Gramkow (Cepal) e o Big Push ambiental

A Cepal também participa desse debate do GND principalmente através dos textos de Camila Gramkow sobre o “Big Push Ambiental” (BPA)²². A abordagem de Gramkow é muito relevante para o debate por se tratar de uma perspectiva latino-americana. A autora, também, fez um texto sobre o caso brasileiro – “O Big Push Ambiental no Brasil – investimentos coordenados para um estilo de desenvolvimento sustentável”²³ - que discutiremos aqui. O BPA é, grosso modo a proposta da Cepal para GND. Vejamos inicialmente como BPA é definido.

²³ Disponível em http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44506/1/S1900163_pt.pdf acesso em 24/06/2021



“O Big Push Ambiental pode ser definido como um conjunto de investimentos que produzam um ciclo virtuoso de crescimento econômico, geração de empregos, desenvolvimento de cadeias produtivas, **diminuição da pegada ambiental e dos impactos ambientais**, ao mesmo tempo em que recupera a capacidade produtiva do capital natural, tudo isso junto e ao mesmo tempo. O Big Push Ambiental está sendo construído dentro do arcabouço do pensamento cepalino e, dessa forma, **é explicitamente voltado para os problemas estruturais em particular relevantes para a região**, tais como heterogeneidade estrutural, incorporação de progresso técnico e seus benefícios, especialização externa, altos níveis de desigualdades (social, de gênero etc.), dentre outras brechas estruturais do desenvolvimento.”

“O Big Push Ambiental pode ser o eixo ordenador da trajetória para um estilo de desenvolvimento sustentável, e tornar-se motor de um ciclo virtuoso de desenvolvimento, sobretudo ao produzir maior e melhor crescimento econômico, uma vez que a economia não apenas crescerá mais, porém crescerá com redução de emissões de gases de efeito estufa, com alívio da restrição externa do crescimento de longo prazo e com redução de desigualdades e brechas estruturais” grifo nosso (Gramkow 2019 p. 1)

A proposta de Gramkow/Cepal é de um ciclo de investimentos que seria “o motor de um ciclo virtuoso de desenvolvimento” que geraria, dentre outros resultados, a redução de emissões de gases de efeito estufa. Portanto a diminuição das emissões seria um subproduto do círculo virtuoso gerado pela estratégia de desenvolvimento adotada, cujo motor seria o investimento. Note-se que não há nenhum compromisso com emissões líquidas zero ou negativas ou com as metas do acordo de Paris. Apenas se menciona diminuição das emissões.

Um ponto a destacar do texto de Gramkow é a apresentação de problemas (“desafios”) de implementação do BPA. São expostos os de ordem geral – dificuldade de coordenar políticas, o ambiente internacional desfavorável com o crescimento do protecionismo e a dificuldade de abandonar o uso de combustíveis fósseis (“*carbon lock-in*”). No caso específico no Brasil é mencionada a limitação imposta

pela regra fiscal do teto de gastos públicos, mas também são abordadas as vantagens que o país tem em função do bom trabalho desenvolvido pela Embrapa e pelo BNDES e da disposição dos empresários em investir em tecnologias verdes.

Ainda para o Brasil, a autora propõe um pacote de incentivos fiscais e financeiros para investimento em tecnologias de baixo carbono, incluindo um tributo sobre o carbono. Essa proposta é bem pouco realista, pois envolveria diminuir a receita fiscal do governo, caso o tributo sobre carbono não seja introduzido, o que provavelmente acontecerá, dada a já elevada carga fiscal e ao lento andamento da reforma tributária.

O desmatamento e a pecuária, nossas principais fontes de emissões de gases de efeito estufa, não são mencionados. Medidas de adaptação às MC também ficaram de fora. Há muito otimismo, por exemplo, na facilidade de superação do “*carbon lock-in*” e a Petrobras nem é citada. Por sinal, esse é um dos maiores dilemas de um GND no Brasil, o que fazer com a Petrobras e sua cadeia produtiva dado que o fim da era do petróleo está no horizonte.

O texto de Gramkow tem uma abordagem original, ao fazer uma ponte entre a discussão do GND com as ideias da Cepal e além disso, destaca, acertadamente, a importância do papel do Estado coordenando os investimentos necessários para a transição para uma economia de baixo carbono²⁴. No entanto, há muito otimismo e questões importantes foram deixadas de lado.

O Partido dos Trabalhadores e o Plano de Reconstrução e Transformação do Brasil

Pode parecer estranho, incluir nessa discussão um plano partidário, que além do mais não é especificamente uma proposta de GND. Entretanto,

²⁴ Na proposta do PT, que será analisada a seguir, na sua página 151, menciona a necessidade de criar com condições para um

“Grande Impulso Ambiental”, o que é uma alusão ao artigo de Gramkow. Isso mostra que esse texto está influenciando propostas de políticas públicas.



do ponto de vista político, esse é o documento mais importante aqui discutido. Como já dissemos, não basta ter um GND bem formulado, é necessário que haja apoio político expressivo para a proposta, caso contrário, pouco (ou nada) será implementado. Analisar como o tema GND está incluído nas plataformas partidárias é uma forma de avaliar a sustentação política da proposta.

Escolhemos a proposta do Partido dos Trabalhadores (PT) por dois motivos. O PT é um partido de muito peso na política nacional. Elegeru quatro vezes o presidente da república nas eleições e esteve no segundo turno das últimas eleições presidenciais. As pesquisas eleitorais de hoje (junho de 2021), colocam o PT como o favorito nas eleições de 2022.

Outro motivo é que foi o único, dos grandes partidos, que lançou pós-eleições presidenciais um plano para o Brasil. O Plano de Reconstrução e Transformação do Brasil é de 21/09/2020 e é uma proposta abrangente, que pode ser considerado uma prévia do programa do PT para as eleições de 2022, mesmo prevendo que sofrerá inevitáveis modificações porque “apesar de sua amplitude, o Plano que apresentamos não está pronto e acabado” (PT, p. 12)

Já na apresentação do plano há uma menção ao GND

“No campo ambiental, é imprescindível, além de combater a devastação ambiental provocada pelo atual governo, promover um Green New Deal, um novo “pacto verde”, que promova a transição ecológica para uma economia de baixo carbono. Queremos gerar empregos de qualidade e atividades sustentáveis com base em tecnologias limpas. É preciso promover o uso de fontes de energia limpas e renováveis, como a eólica e a solar, sem descuidar, porém, da gestão soberana dos fantásticos recursos hídricos e do pré-sal.” Grifo nosso (PT p. 20)

O GND, portanto, não pode descuidar do pré-sal. Mas como fazer uma transição verde e ao mesmo tempo valorizar o pré-sal?

O plano é bem avançado. Destaca que mudanças são necessárias tanto na produção como no consumo – tema que costuma ser relegado – e que novas tecnologias são fundamentais para isso. Há também o compromisso de enfrentar a crise climática, descarbonizar a economia, ampliação das fontes limpas de energia. Mas sempre com a ressalva da importância do petróleo do pré-sal.

“Por isso, propomos um pacto ecológico que assente o desenvolvimento do Brasil em novas formas de produzir e consumir, que gere trabalho e bem-estar coletivo, com base numa reconversão econômica alicerçada em tecnologias ambientalmente adequadas”. (PT p. 41)

“O pacto ecológico que defendemos pressupõe o compromisso ético e político em enfrentar a crise climática e ambiental, descarbonizando o sistema de produção, promovendo novas formas de economia justa e solidária e gerando um novo senso de cuidado e pertencimento à natureza. Nesse contexto, o PT planeja uma nova política energética, com ampliação substantiva do uso de fontes limpas de energia, como a solar e a eólica, cuidando para que o pré-sal e a renda petroleira sejam utilizados para interesses nacionais.” Grifo nosso (PT p. 41)

O plano é bem abrangente, abarcando diversos temas da transição ecológica tais como agricultura de baixo carbono, reciclagem, transportes urbanos, desmatamento etc. Mas não há nenhum compromisso explícito com metas de descarbonização da economia. A impressão que fica é que o PT quer avançar num GND, mas sem se comprometer ainda com metas e sem deixar totalmente de lado o pré-sal, ou seja a economia do carbono. Essa cautela é compreensível. A cadeia produtiva do petróleo tem grande peso na economia brasileira. Uma descarbonização muito rápida teria um custo elevado em termos de produção e emprego. Uma questão ainda em aberto é qual o ritmo adequado de uma transição para uma economia de baixo carbono no Brasil.

Considerações finais

O que esses textos têm de similar e de diferente? O ponto comum mais evidente é o enfrentamento das MC por meio da mudança da base energética. Outro ponto, é cuidado com a questão social durante a



transição verde. O peso das políticas sociais varia muito e como era de se esperar está mais presente nos documentos de cunho mais político, como o GND EUA/AOC e no programa do PT.

Várias questões relevantes estão presentes apenas em alguns dos textos aqui analisados, como é o caso de políticas de adaptação, compromisso com metas de descarbonização, o que fazer com a cadeia produtiva do petróleo e do carvão. O custo da transição e seu financiamento, quando são abordados não apresentam detalhamento²⁵. Há muito otimismo, por exemplo, quanto a facilidade de aumentar-se o gasto público, implantar um imposto sobre o carbono e vender muitos títulos verdes.

Os documentos mais abrangentes e bem estruturados, dos aqui analisados, são o da Comunidade Europeia e o do PT. O mais original é o de Gramkow por formular uma proposta de GND a partir das ideias da Cepal. Essas qualidades não impedem que suas limitações sejam mencionadas.

O debate sobre o GND está apenas começando no Brasil. O fato da transição verde estar no programa do PT, mostra que tema está em pauta no debate político, o que é muito positivo. Mas ninguém tem dúvida que, a não ser que ocorra algo muito inesperado, o debate político nas eleições de 2022 estará centrado no combate à pandemia e na recuperação econômica inclusiva. Aliás não são temas incompatíveis com o do GND, muito pelo contrário.

O fato de a maior parte de nossas emissões de gases de efeito estufa virem do desmatamento propicia uma boa margem de manobra. Já conseguimos com sucesso diminuir o desmatamento no passado. Basta haver uma mudança da política pública na área²⁶. Com a redução de emissões obtida com isso, ganha-se tempo para fazer a mudança da matriz energética, a

qual é muito mais complicada. Mas há um lado negativo, o “ganhar tempo” pode ser transformar em “adiar indefinidamente” a efetiva implementação de um GND, ou fazê-lo muito lentamente. O certo é que temos ainda um longo caminho a percorrer para amadurecer o que se pretende fazer num GND para o Brasil. Pelo menos temos algum tempo, mas não muito. Por isso não podemos desperdiçá-lo.

Referências

Chomsky, N. e Pollin, R. (2020) *Crise climática e o Green New Deal Global* – 1ª edição Rio de Janeiro Editora Roça Nova

Crocco, M A, e Feil, F (2019) Um ensaio sobre riscos ambientais e estabilidade do sistema financeiro: o caso do Brasil no Pós Pandemia – in Bercovici, Sicsú e Aguiar (org.) *Utopias para reconstruir o Brasil*, Editora Quartier Latin .

EUA (2021) 117th Congress 1st Session H. RES. 332 Recognizing the duty of the Federal Government to create a Green New Deal disponível em <https://www.congress.gov/bill/117th-congress/house-resolution/332?s=1&r=5> acesso em 24/06/2021

European Commission (2019) The European Green Deal Disponível em <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/b828d165-1c22-11ea-8c1f-01aa75ed71a1/language-en> acesso 26/06/2021

Friedman, T. (2007) “A Warning From the Garden”. New York Times 19/01/2007 Vide <https://www.nytimes.com/2007/01/19/opinion/19friedman.html> acesso em 06/05/2021

Green New Deal Group (2008) A Green New Deal - The New economics Foundation disponível em https://neweconomics.org/uploads/files/8f737ea195fe56db2f_xbm6ihwb1.pdf acesso em 29/06/2021

²⁵ Um texto que aborda essa questão é Chomsky e Pollin (2020)

²⁶ Com o governo Bolsonaro isso seria difícil, a não ser que haja forte pressão internacional e interna.



Gramkow, Camila (2019) O Big Push ambiental no Brasil – Investimentos coordenados para um estilo de desenvolvimento sustentável - Cepal - Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) Brasil disponível em https://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/44506/1/S1900163_pt.pdf acesso em 24/06/2021

Partido dos Trabalhadores (2020) Plano de Reconstrução e Transformação do Brasil disponível em <https://redept.org/uploads/biblioteca/planodereconstrucaoetransformacaodobrasil21set2020-200921100455.pdf> acesso em 27/06/21

Pettifor, Ann (2019) *The Case for the Green New Deal*, Editor USA Verso



Os fundos soberanos subnacionais brasileiros e a importância do desenvolvimento de capacidades estatais apropriadas para a gestão de riquezas finitas

Fernando Amorim Teixeira - Doutorando em Economia pela UFF e pesquisador do Finde

Carmem Feijó - Professora da Faculdade de Economia da UFF e coordenadora do Finde

Em meados dos anos 2000, os Fundos Soberanos de Riqueza (FSRs) atraíram atenção de economistas, pesquisadores e da mídia especializada diante da proliferação, objetivos e das formas de alocação de portfólio em âmbito internacional. Pairava no ar, naquele momento, certa desconfiança diante de comportamentos tidos como “pouco ortodoxos”²⁷ por parte de determinados fundos, havendo rápida reação no sentido de estabelecer regras de boa conduta²⁸. O fato concreto é que os FSRs continuaram a crescer e se transformar desde então, se consolidando como importante classe de investidores institucionais.

Originalmente atrelados à estrutura do Sistema Monetário e Financeiro Internacional e aos preços das *commodities*, tais instrumentos são constituídos em sua maioria para gerir recursos externamente e de forma diferenciada do que fazem bancos centrais com as reservas internacionais. Além disso, muitos fundos detêm mais de um objetivo, sendo que as formas como operam podem variar consideravelmente. Em 2008, o Brasil decidiu criar um fundo com tais

características, o chamado Fundo Soberano do Brasil (FSB), extinto em 2019 antes mesmo deste ser impulsionado com os recursos do Pré-Sal.

Não obstante, outro movimento ocorreu a partir de 2017, com a criação dos fundos de Maricá, Ilha Bela, Niterói e Espírito Santo. Ainda que essencialmente diferente dos fundos nacionais, tais fundos são constituídos a partir de compensações - como *royalties* e participações especiais - e, por conta disso, gerem recursos já convertidos em moeda doméstica, não havendo necessidade de reciclagem externa²⁹. Descobrir qual o melhor regramento, onde investir e como utilizar esses recursos seguem sendo desafios a serem enfrentados pelos seus gestores.

Diante do elencado, este artigo buscará discutir o desenvolvimento de fundos soberanos como parte da institucionalidade estatal e financeira de entes nacionais e subnacionais. Para tanto, está dividido em três seções além dessa introdução e das reflexões finais. Na seção 1, trataremos da proliferação e conformações desses instrumentos nas últimas décadas. Na sequência, a discussão se voltará sobre a

²⁷ De acordo com IMF (2010, p. XV) FSRs chamaram particular atenção em 2006 quando a Dubai Ports World de operações de gerenciamento portuário tentou adquirir seis dos principais terminais portuários dos Estados Unidos. Preocupações com a segurança nacional nos Estados Unidos ensejaram um debate amplo sobre os papéis, direitos e responsabilidades dos investidores soberanos.

²⁸ Os Princípios de Santiago, firmados em 2008 - após ampla consulta - designavam que seus signatários deveriam contribuir

para a manutenção da estabilidade sistêmica, do livre fluxo de capital e de investimento. Deveriam, ainda, atender e cumprir exigências estabelecidas de países onde investissem e que o investimento deveria ter como base riscos financeiros e econômicos. Por fim, teriam que manter uma estrutura de governança sólida e transparente, com controles operacionais adequados, gestão de riscos e prestação de contas (SWF, 2008).

²⁹ Para uma reflexão sobre os imperativos da reciclagem externa por fundos soberanos, ver Teixeira, 2017.



dimensão institucional e a necessidade do aperfeiçoamento burocrático de gestão. Por fim, na seção 3 apresentaremos os fundos subnacionais atualmente em operação no Brasil e traremos uma breve reflexão sobre o caso norueguês como possível fonte de inspiração.

Fundos Soberanos de Riqueza no pós-liberalização financeira

A criação de Fundos Soberanos Riqueza na onda pós-liberalização está diretamente associada a dois movimentos globais: crises nos balanços de pagamentos nos anos 1990 e *boom* dos preços das *commodities* nos anos 2000 (GRIFFITH-JONES & OCAMPO, 2009). Tais fundos são assim subprodutos da ordem sistêmica, do papel do dólar e dos preços internacionais das matérias-primas. Diante disso, os desenhos e conformações de cada forma estão atrelados à fatores políticos, econômicos, sociais e culturais de cada país ou região.

De acordo com Cohen (2008) três elementos seriam definidores de um Fundo Soberano de Riqueza: ser estatal; não ter dívidas significativas e; gerenciar recursos separadamente das reservas internacionais. Dentre os possíveis objetivos, segundo Rinaldi (2010), seis se destacariam, sendo que os diferentes fundos podem ter mais de um objetivo, ou países podem criar mais de um fundo para atender a diversos objetivos e propósitos: i) poupança intergeracional; ii) estabilização; iii) financiamento; iv) diversificação da carteira de ativos; v) desenvolvimento; e vi) estratégico.

A literatura sobre Fundos Soberanos de Riqueza no fim dos anos 2000, auge do debate internacional, trazia dois vieses principais: ora atentava para as determinantes econômicas dos investimentos, como estrutura de portfólios, riscos e

retornos (KERN, 2009); ora à perspectiva política, dando ênfase ao fato de que eram atores estatais que buscavam influenciar o mercado privado (KIRSHNER, 2009). De fato, esses dois elementos estão no horizonte dos formuladores de políticas quando decidem como criar e delinear seus fundos, podendo ser instrumentos estratégicos ou meramente investidores institucionais em busca de retornos.

Quanto às formas de gestão, destacava-se na literatura pós-2008 uma ênfase na internalização de processos e gestão de portfólio. Segundo Al-Kharusi, Dixon e Monk (2014) ao internalizar tais processos objetiva-se o desenvolvimento de expertise interna aos fundos. Os autores argumentam que a necessidade de uma maior diversificação nos investimentos em um ambiente de menores retornos ensejou um movimento com vistas a melhor compreender as complexidades dos investimentos. Dentre os benefícios estava melhorar o manejo de assimetrias, acompanhar inovações e transformações, permitir a apropriação de conhecimento e mapear ações de competidores.

Em 2020, de acordo com o Sovereign Wealth Fund Institute (SWFI³⁰), existiam cerca de noventa Fundos Soberanos de Riqueza, espalhados por mais de cinquenta países, que administravam algo em torno de US\$ 8 trilhões em ativos. Cabe mencionar que cerca de 65% dos fundos existentes foram criados a partir da segunda metade da década de 1990, auge da liberalização financeira. Em sua maioria, tais fundos respondiam ao governo central e geriam divisas externamente, mas é possível identificar mais de uma dezena de fundos pertencentes a entes subnacionais. Estes, constituídos a partir de *royalties* e outras compensações tendem a alocar seus ativos no mercado doméstico, podendo cumprir papel auxiliar

³⁰ <https://www.swfinstitute.org/>



na institucionalidade econômica local, de acordo com objetivos pré-estabelecidos.

Desenvolvimento institucional e possíveis capacidades a serem desenvolvidas por fundos soberanos

O debate a respeito da importância das instituições para o desenvolvimento econômico remete ao fim do Século XIX. O termo instituições, por sinal, segue sendo o nó górdio para seus teóricos, uma vez que permanece a dificuldade em defini-las. Alguns entendem que a teoria institucionalista deva se calcar nas chamadas “regras do jogo”, enquanto outros compreendem que as organizações em si devem ser o ponto de partida. Compreende-se, portanto, que para trabalharmos com o conceito de desenvolvimento institucional dos fundos soberanos algum grau de arbitrariedade seja necessário.

Burocracia, expertise e legitimidade

A capacidade de desenvolver uma burocracia apropriada é peça-chave para compreendermos o sucesso ou fracasso de uma instituição como um fundo soberano. Isso porque gerar *expertise* interna e propiciar maior autonomia na definição e atingimento de metas, é crucial para que as políticas tenham o efeito desejado. O conceito de Capacidades Estatais, ainda que pouco preciso, pode ser interessante para uma reflexão sobre os desafios colocados aos fundos subnacionais brasileiros. De forma geral, tal conceito trata das dimensões políticas, institucionais, legais, territoriais, administrativas e técnicas e se volta a pensar o crescimento econômico, as infraestruturas, a diversificação da matriz produtiva, desigualdades sociais, democracias, sustentabilidade, dentre outros (IPEA, 2016). O quadro abaixo elenca potenciais capacidades estatais de um fundo soberano.

Quadro 1. Potenciais capacidades estatais a serem desenvolvidas por um fundo soberano

Dimensões	Critérios	Variáveis independentes	Resultados intermediários	Resultados finais
Burocracia (interna)	Eficiência e coerência	Profissionalização, autonomia e coesão	Escolhas	Desenvolvimento da expertise
Capacidade Relacional (externa)	Legitimidade e transparência	Relações com governos, mercados e <i>stake holders</i>	Suporte político	Atingimento dos objetivos do fundo

Fonte: Elaboração própria a partir de IPEA, 2016.

Para Conceição e Gabriani (2019) o que caracterizaria a discussão não seria a existência ou não de instituições, mas entendê-las como resultantes das interações entre os agentes. Ademais, possíveis formas de interação dependem da própria qualidade da autoridade estatal e a perenidade das políticas ao longo do tempo. Nessa linha, para conhecer a evolução institucional seria necessário um esforço de analisar as transformações ocorridas em suas múltiplas dimensões e confrontá-las com os resultados observados (GAETANI, 2003).

Por essa perspectiva, a dimensão interna da capacidade se voltaria a incrementar a burocracia envolvida e partiria de critérios como eficiência e coerência para o se aferir o atingimento de resultados pré-estabelecidos. As variáveis independentes a serem consideradas seriam o grau de profissionalização, a autonomia e a coesão dessa burocracia e, como objetivo final, estaria o desenvolvimento de uma expertise própria para tratar dos requerimentos específicos de um fundo com essas características.



Já a dimensão externa, da capacidade relacional, trabalha com a capacidade de lidar com outros agentes. Os critérios a serem avaliados seriam a legitimidade e a transparência da instituição que têm no desenvolvimento da relação com governos, mercados e outros stake holders seu grande desafio. A meta final seria conseguir colaborar com o atingimento dos objetivos estabelecidos pelo próprio fundo em questão.

Na mesma linha, segundo Dixon e Monk (2011) três elementos deveriam ser norteadores para gestores de um fundo soberano: Pessoas, Processos e Política, os chamados 3Ps. O primeiro, parte da importância de encontrar, atrair ou reter pessoal (talentos) e de qualificá-lo para atuar em um fundo com tais características. O segundo P trata da dimensão dos processos internos e dialoga com a capacidade de se criar uma estrutura de tomada de decisão apta e eficaz para lidar com as complexidades das estruturas financeiras internas e externas ao fundo. Já o terceiro P se refere a como os gestores públicos utilizam os recursos, o que demanda perspicácia na definição de objetivos e habilidade para atingi-los.

Como veremos, tais elementos se colocam como desafios reais para os formuladores de políticas e para os gestores dos fundos subnacionais brasileiros recém-criados. Na próxima seção buscaremos descrever brevemente esses instrumentos, tendo como referência a importância do desenvolvimento institucional, burocrático e relacional.

Os fundos soberanos brasileiros: Niterói, Maricá, Ilha Bela e Espírito Santo

Em 2008, em meio ao *boom* dos preços internacionais das matérias primas, o governo brasileiro decidiu criar um instrumento cada vez mais comum pelo mundo naquele momento. O Fundo Soberano do Brasil (FSB) tinha como objetivo declarado mitigar os efeitos dos ciclos econômicos, formar poupança pública, promover investimentos em ativos no Brasil e no exterior e fomentar projetos de interesse estratégico do país. A intenção era que até 2023, o FSB se consolidasse como instrumento eficaz de gestão de riqueza baseado na dimensão de que as reservas de petróleo *off shore* recém-descobertas impulsionariam os repasses ao fundo. Entretanto, a agenda liberal imposta e o pouco interesse do governo federal pós-2016, relegou ao FSB um lugar secundário na institucionalidade estatal e financeira nacional, até ser oficialmente extinto em 2019.

Não obstante, com o considerável crescimento do petróleo extraído da camada do Pré-sal nos últimos anos, alguns estados e municípios têm se deparado com o dilema de como gerir o enorme volume de recursos compensatórios entrantes. Diante disso, criar fundos soberanos com conformações e objetivos próprios se tornou uma opção e quatro fundos subnacionais foram criados³¹ pelos municípios de Maricá, Niterói, Ilha Bela e pelo estado do Espírito Santo. Conjuntamente, tais fundos administram algo em torno de R\$ 1,5 bilhão atualmente, sendo que os regramentos, formas de gestão e diretrizes de utilização dos recursos contêm pequenas variações.

Nas próximas linhas descreveremos brevemente cada um deles³² (em ordem cronológica a partir da data de criação) e, posteriormente, buscaremos fazer uma breve reflexão sobre o caso

³¹ Este número pode aumentar no futuro próximo com o interesse declarado de alguns estados e municípios em criar seus fundos. A Assembleia Legislativa do Estado do Rio de Janeiro (ALERJ), por exemplo, aprovou, em primeira votação, no dia 26 de maio de 2021, a criação do Fundo Soberano do Rio de Janeiro.

³² As informações contidas nessa seção foram extraídas do Seminário virtual “Fundos de Royalties do Brasil” promovido pela Secretaria da Fazenda de Niterói, com apoio da Universidade Federal Fluminense (UFF), do Jain Family Institute (JFI) e do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), em 14 de junho de 2021.



norueguês como fonte de inspiração para os fundos brasileiros:

- O Fundo Soberano de Maricá (FSM): o FSM, criado em 2017, tem como objetivo declarado viabilizar investimentos para garantir o andamento das políticas públicas sociais e estruturantes do município. Dentre as regras de utilização dos recursos está designado que 30% serão utilizado como fundo garantidor a execução de projetos e atividades que estimulem o desenvolvimento regional. A gestão de portfólio foi terceirizada a dois agentes externos, a Caixa Econômica Federal e o Banco do Brasil, e as aplicações geraram rendimentos de R\$ 21,3 milhões desde abril de 2018. Em 2020, R\$ 20 milhões foram resgatados com vistas a incrementar o Programa Fomenta Maricá, iniciativa que contemplou mais de 700 empresas no município através de três linhas de crédito: Microcrédito, MEI e Empresarial Emergencial. Em maio de 2021, o FSM administrava cerca de R\$ 540 milhões em ativos.

- O Fundo Soberano do Município de Ilha Bela (FSMI): O FSMI, criado em 2018, foi pensado para ser uma poupança pública com vistas a mitigar os efeitos dos ciclos econômicos e fomentar projetos de interesse estratégico para o município de Ilha Bela, assegurando o futuro das novas gerações. Seu grande desafio declarado é manter a rentabilidade dos recursos e criar articulações políticas com os demais fundos existentes. Em 2020, administrava algo em torno de R\$ 200 milhões em ativos e o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal eram os gestores externos da carteira do FSMI.

No caso de países ou regiões beneficiadas com a descoberta de riquezas minerais finitas, há um interim de tempo específico para se gerir de forma responsável e consequente os recursos extraordinários oriundos.

- O Fundo de Equalização da Receita de Niterói (FER): O FER foi criado em 2019 com o intuito de poupar 10% dos recursos provenientes de participação especial. Voltado primordialmente a estabilização fiscal, o fundo se inclina a ser instrumento de manutenção dos serviços públicos essenciais, políticas sociais e investimentos, além de poupar recursos para gerações futuras. Segundo suas regras, a utilização de recursos é permitida quando se atinge um limite de até 50% em frustração de receita e o resgate deve se limitar a 20% do valor dos ativos³³. Dentre os principais desafios estaria formular uma política de investimentos e fortalecer a ação coordenada com vistas a legitimar o fundo perante a sociedade e aos órgãos de controle. Como obstáculos futuros estariam a ausência de uma legislação específica e de um entendimento pacífico sobre o tema, a não existência de fundos similares de referência no país, a carência de profissionais especializados na gestão financeira de fundos públicos e um possível cenário de queda dos recursos de royalties no futuro. Atualmente, o FER administra ativos da ordem de R\$ 175 milhões.

- O Fundo Soberano do Estado do Espírito Santo (FUNSES): O FUNSES, criado em 2019, tem como objetivo declarado ser um mecanismo de poupança intergeracional e de promoção do desenvolvimento econômico sustentável do estado do Espírito Santo. Para o primeiro objetivo, o agente operador da carteira é o Banco do Estado do Espírito Santo S.A (BANESTES) e para o segundo o Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo S/A (BANDES). Dentre os aportes ao fundo desde a sua criação, R\$ 200 milhões advieram de *royalties*, R\$ 242 milhões de

³³ Em 2020 houve uma Emenda à Lei Orgânica (nº 43/2020) possibilitou a utilização de até 70% dos recursos do Fundo (R\$ 200 milhões) para o combate à Covid-19.



participação especial e R\$ 13 milhões de rendimentos, atingindo os atuais R\$ 509 milhões em ativos administrados.

Breves notas sobre a inspiração norueguesa

A gestão apropriada de riquezas finitas é aquela capaz de gerar crescimento com mudança estrutural, a partir de investimentos e encadeamentos em setores estratégicos. Com o intuito inicial de gerir ativos de forma intertemporal, a Noruega desenvolveu uma institucionalidade particular com mecanismos e engrenagens que transformaram a matriz produtiva do país. No que se refere ao seu fundo soberano, apesar de ser federal e alocar ativos primordialmente no exterior, sua construção histórica, regramentos, governança e formas de utilização dos recursos podem servir como inspiração.

A constituição do fundo soberano da Noruega está diretamente relacionada às trajetórias dos preços internacionais do petróleo. As discussões acerca de como essas receitas extraordinárias poderiam ser geridas iniciaram-se em 1974, uma década após as descobertas de óleo *off-shore* e cinco anos após o início da extração na costa do país. Em 1983, surge a primeira proposta de se criar um fundo, mas, apenas em 1990, é lançado o *Government Petroleum Fund* (GPF). Em 1996, no entanto, o fundo foi renomeado com o intuito de enfatizar seu papel de investidor no exterior e de garantidor de que as riquezas permaneceriam para as gerações futuras. Surge então o *Government Pension Fund – Global* (GPF-G)³⁴.

A estratégia inicial seria de que os investimentos se direcionassem apenas a títulos públicos, porém, dois anos mais tarde, decidiu-se que 40% dos recursos seriam destinados a *equities*, diversificando o portfólio em busca de maiores retornos. Nos anos 2000, com o *boom* dos preços internacionais, maiores repasses

ocorreram, posicionando-o entre os maiores FSR do mundo. Atualmente, o GPF-G talvez seja o exemplo mais emblemático de poder, gestão e caráter social dentre os instrumentos semelhantes existentes e administra uma carteira de ativos da ordem de US\$ 1,3 trilhão.

O fundo tem fundamental importância às finanças do país, que tem na produção e exportação de petróleo sua grande fonte de riqueza e sua maior vulnerabilidade. Sendo assim, por um lado se tornou um instrumento para dar maior margem à política fiscal norueguesa e, em conjunto com a questão do envelhecimento da população, acaba conformando o perfil dos investimentos. Compreende-se ademais que o retorno dos investimentos deve respeitar a sustentabilidade econômica, o meio ambiente e o desenvolvimento social.

Sob responsabilidade do Ministério das Finanças, seu gerenciamento está na alçada do *Norges Bank Investment Management* (NBIM), um braço do Banco Central. As decisões estratégicas de investimento ficam a cargo do Ministro das Finanças e passam pelo parlamento norueguês, buscando assim compartilhar responsabilidades. A busca por desenvolvimento de *expertise* e conhecimento é visível por uma série de incitativas. Uma delas foi a criação do *Norwegian Finance Initiative* (NFI), em 2011, instituto que busca fortalecer a pesquisa na área de gerenciamento de ativos de maturação estendida e criar relação próxima com pesquisadores atentos aos desafios de longo prazo.

Para além do GPF-G, pode-se dizer que o país aproveitou a oportunidade histórica para empreender políticas voltadas ao seu próprio desenvolvimento a partir dos recursos do petróleo. Aproveitar a oportunidade dependeu de escolhas políticas claras e

³⁴ As informações sobre o GPF-G foram retiradas do site do fundo (<https://www.nbim.no/>) e de outras fontes correlatas.



legitimidade destas junto a população e o país elegeu aproveitar as capacidades decadentes da indústria pesqueira e de construção naval para construir uma nação industrial.

As grandes empresas estatais (Statoil e Norsk Hydro) atuaram fortemente na promoção do desenvolvimento industrial local por meio de compras deliberadas e colaboração direcionada em áreas-chave de produtos de alta tecnologia. Um dos pilares dessa transformação foi o alto nível de coordenação e parceria entre indústria e governo e programas de conteúdo local, através dos quais Pequenas e Médias Empresas (PMEs) tiveram papel central. Essas empresas obtinham a maior parte dos contratos para fornecimento de insumos e serviços baseados em tecnologia, investimentos em novas instituições de ensino e aplicações de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). Como resultado, muitas PMEs norueguesas se tornaram líderes mundiais em diversos setores a partir de tecnologias “learning by doing” oriundas do setor de Óleo e Gás antes de diversificar para outras áreas.

Reflexões finais

No caso de países ou regiões beneficiadas com a descoberta de riquezas minerais finitas, há um interim de tempo específico para se gerir de forma responsável e consequente os recursos extraordinários oriundos. Se mal aproveitados, a tendência é de perpetuação das condições de subdesenvolvimento e, diante disso, faz-se importante discutir a necessidade de aprimoramento de capacidades estatais relacionadas à sua gestão.

Acredita-se que para além de manter o valor dos recursos financeiros ao longo tempo, é necessário alocá-los de forma estratégica e, para tanto, a forma de evolução da institucionalidade é fundamental. Com esse intuito, buscou-se jogar luz sobre os desafios colocados aos fundos soberanos subnacionais brasileiros recém-criados. Além de apresentá-los

brevemente, evidenciando alguns objetivos e dificuldades, o artigo trouxe uma reflexão sobre o caso da Noruega como possível fonte de inspiração.

A experiência nórdica, ainda que não possa ser replicada aos fundos brasileiros, permite identificar a preocupação do país em desenvolver um instrumento de reinvestimento, legitimá-lo frente a sociedade e ao mercado e desenvolver expertise interna de gestão intertemporal. Dito de outra forma, desenvolveu-se capacidade interna e externa para gerir os recursos. Tais fatores, permitem ao GPF-G ser parte importante do arcabouço institucional estatal e financeiro norueguês voltado ao desenvolvimento econômico, social e ambiental.

Referências

Al-Kharusi, Q., Dixon, A & Monk, A. Getting Closer to the Action: Why Pension and Sovereign Funds are Expanding Geographically. Global Projects Center Stanford University, 2014.

Clark, G. e Monk, A. Sovereign Wealth Funds: Form and Functions in the 21st century. Nota di Lavoro 140. FEEE, Milano, 2010.

Cohen, B. International Political Economy: An Intellectual History. Princeton University Press, 2008.

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

Dixon, A & Monk, A. The Design and Governance of Sovereign Wealth Funds: Principles and Practices for Resource Revenue Management, 2011. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1951573>

Gaetani, F. Public Management Policy Change Brazil: 1930-1998. In: International Public Management Journal, 2003. Griffith-Jones, S. &



Ocampo, J. A. Sovereign Wealth Funds: A Developing Country Perspective. In: *Revue d'économie financière* (English ed.). January, 2009.

IMF. Economics of Sovereign Wealth Funds: issues for policy makers, Udaibir S. Das; Adnan Mazarei; Han van der Hoorn (eds). International Monetary Fund, 2010.

IPEA. Capacidades Estatais em Países Emergentes: O Brasil em Perspectiva Comparada. Ed. Gomide e Boschi. Rio de Janeiro: IPEA, 2016.

Kern, S. Sovereign Wealth Funds: New Economic Realities and the Political Responses. In: *Revue d'économie financière* (english ed.). Vol.9. pp. 255-269, 2009.

Kirschner, J. Sovereign Wealth Funds and National Security: The Dog that Will Refuse to Bark, Taylor & Francis Group, pp. 305–316, 2009.

Rinaldi, P. Estados e Fundos Soberanos de Riqueza: Instrumentos de retrocesso ou avanço da globalização financeira? Dissertação de Mestrado em Ciência Política defendida na Universidade Estadual de Campinas, Unicamp, 2010.

SWF. Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices. International Working Group of Sovereign Wealth Funds. 2008.

Teixeira, F. A. Fundos Soberanos de Riqueza: capacidades estatais para lidar com o Mercado Financeiro Globalizado. Dissertação (mestrado) defendida na Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional, 2017.



Uma análise da intensificação da circulação da moeda social mumbuca de Maricá entre 2018 e 2020

Andrea Gama - Mestranda em economia pela UFF e membro do Centro de Estudos sobre Desigualdade e Desenvolvimento

Roberta Costa - Doutoranda em economia pela UFF e membro do Centro de Estudos sobre Desigualdade e Desenvolvimento

Em 2013, a Prefeitura de Maricá (RJ) criou o Programa de Economia Solidária através da lei nº 2.448/2013 (Maricá, 2013)³⁵. O Programa busca estimular o desenvolvimento da cidade, por meio da produção local, e combater a pobreza e a desigualdade através de transferências de renda (Pereira et al., 2020). A mesma lei criou o Banco Mumbuca, um banco comunitário de desenvolvimento, e a moeda mumbuca, uma moeda digital e social que só pode ser utilizada no território do município. A criação da moeda social é considerada o primeiro passo da prefeitura para lidar com problemas estruturais de Maricá. O município enfrenta desafios como baixa produção local e dificuldade na geração de empregos (principalmente formais). Além disso, por ser uma “cidade dormitório”, parte da renda gerada por seus moradores não permanece na cidade.

O Banco Mumbuca é um banco comunitário municipal, pois atende a toda a cidade e não apenas um bairro ou uma localidade. É uma iniciativa governamental para auxiliar em políticas públicas

municipais, e conta com apoio da prefeitura na gestão, financiamento e organização do banco (Pereira et al., 2020). O banco emite mumbuca, que tem paridade de um para um com o real. A maior parte da emissão de mumbuca é advinda do pagamento de benefícios sociais. Entre 2018 e 2020, o programa Renda Básica de Cidadania (RBC) e o Programa de Amparo ao Trabalhador (PAT) foram os dois principais programas de transferência de renda pagos em mumbuca pela Prefeitura de Maricá. A prefeitura deposita o valor dos benefícios no Banco Mumbuca e informa a relação dos beneficiários, e o banco faz o repasse dos pagamentos

Atualmente, a RBC beneficia mais de 42 mil indivíduos por meio de uma transferência de renda individual e incondicional criada pela lei nº 2.869/2019 (Maricá, 2019). O programa foi criado em 2019 com a fusão de outros programas de transferências do município³⁶. Para ser elegível ao benefício, os indivíduos precisam morar em Maricá há pelo menos três anos e estarem registrados no

³⁵ Este texto foi desenvolvido no âmbito do projeto de pesquisa Avaliação da Renda Básica de Maricá, realizado pela Universidade Federal Fluminense em parceria com pesquisadores do Jain Family Institute (visite o site da pesquisa: <https://www.maricabasicincome.com>). Agradecemos ao Banco Mumbuca pela cessão dos dados utilizados nesta pesquisa e pela disponibilidade da equipe do banco de nos oferecer todo tipo de esclarecimentos. Este texto apresenta informações que foram coletadas por nossa equipe de pesquisa em entrevistas qualitativas com lideranças da cidade, envolvidas em diferentes aspectos da criação e implementação da Renda Básica de

Cidadania, do Banco Mumbuca e da moeda mumbuca. Agradecemos ao Fábio Waltenberg e ao Fernando Freitas, membros de nossa equipe de pesquisa, pela revisão detalhada do texto. Por fim, agradecemos os comentários dos participantes do XI Seminário Internacional do CEDE (2021) e do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE-UFF), em especial a Paula Sarno, Lilian Kotviski Fiala, Fernando Teixeira e o professor Milford Bateman.

³⁶ Para mais detalhes sobre a evolução das políticas de transferência de renda no município de Maricá, ver Pereira *et al.* (2020)



Cadastro Único (Pereira et al., 2020). Em abril de 2020, o valor do benefício passou de 130 para 300 mumbucas como parte das medidas tomadas pela prefeitura como resposta à crise causada pela pandemia da Covid-19.

Este pacote de medidas também incluiu a criação do Programa de Amparo ao Trabalhador (PAT) (Auxílio, 2020). O PAT beneficiou trabalhadores autônomos, microempreendedores e informais com o pagamento mensal de um salário mínimo em mumbucas. Para ser elegível, o indivíduo precisava: morar em Maricá, ter renda familiar mensal de até 5 mil reais e comprovar que as atividades profissionais haviam sido afetadas pela pandemia. Ao contrário dos beneficiários da RBC, os beneficiários do PAT não recebem um cartão e usam a moeda mumbuca apenas por meio do aplicativo (Auxílio, 2020). O pagamento do PAT e das 300 mumbucas da RBC será mantido pelo menos até agosto de 2021 (Prefeitura, 2021).

Em 2018, a mumbuca integrou a plataforma E-dinheiro da Rede Brasileira de Bancos Comunitários (Pereira et al., 2020). A partir de então, qualquer morador de Maricá pode abrir uma conta no Banco Mumbuca e fazer transações em mumbuca (Instituto E-dinheiro Maricá. c2021a). Do ponto de vista dos empreendimentos, o sistema E-dinheiro facilitou a adoção da mumbuca como unidade de pagamento, e o credenciamento no banco ficou mais simples. De 2013 a 2017, os negócios que aceitavam mumbuca recebiam o valor em real na sua conta de banco comercial das compras efetuadas em mumbuca trinta dias após a operação. Com o sistema E-dinheiro, o valor transacionado nos estabelecimentos passou a ficar disponível à vista nas suas contas no Banco Mumbuca. Hoje em dia, os empreendimentos que aceitam mumbuca vão de grandes redes de mercado a pequenos empreendedores individuais (formais ou não). Além disso, algumas empresas e instituições,

como o próprio Banco Mumbuca, adotaram o pagamento de salários em mumbuca.

Usuários do banco podem fazer diversas transações, como compra de bens e serviços, pagamento de boletos e transferências. As transações podem ser realizadas pelo aplicativo de celular, ou pelo cartão, para aqueles usuários que dispõem de um. Já a conversão de mumbucas para reais pode ser feita através de saque no próprio banco ou de transferência para uma conta num banco comercial.

Desde 2018, os empreendimentos que aceitam pagamentos em mumbuca pagam uma taxa de 2% por venda. O montante gerado pelo pagamento dessa taxa alimenta o Fundo do Banco Mumbuca (Pereira et al. 2020), que financia suas atividades sociais e linhas de crédito. As nove linhas de crédito concedidas pelo banco se dividem em linhas de crédito produtivo e linhas de crédito de moradia, que financiam pequenas reformas e reparos domiciliares (Instituto E-dinheiro Maricá. c2021b).

Outra taxa cobrada pelo banco é de 1% para conversão de mumbuca para real, cobrada apenas dos comerciantes e de usuários correntistas. Os beneficiários da RBC não podem converter suas mumbucas para reais e os beneficiários do PAT podem fazê-lo sem nenhum custo. Quem recebe salários e benefícios trabalhistas em mumbucas também não paga a taxa de conversão. Para os negócios, o resgate de mumbucas feito entre os dias 1º e 5º de cada mês é isento da taxa (Instituto E-dinheiro Maricá, c2021a).

Panorama do uso da moeda mumbuca por beneficiários de programas sociais e demais correntistas do banco

Os dados utilizados foram cedidos pelo Banco Mumbuca e abrangem as seguintes informações:

i) todas as transações bancárias entre fevereiro de 2018 e agosto de 2020;



- ii) uma lista, atualizada até outubro de 2020, dos estabelecimentos cadastrados para receber pagamentos em mumbuca; e,
- iii) informações sobre as contas dos beneficiários dos programas RBC e PAT.

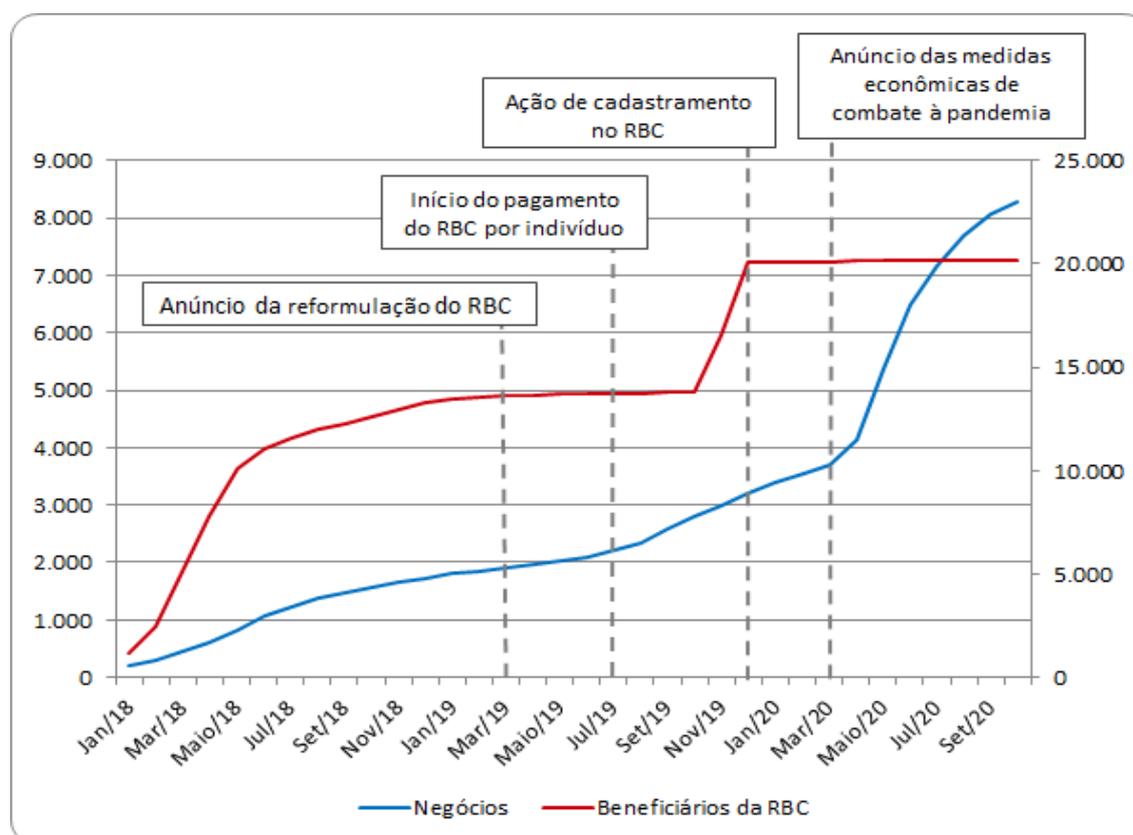
Descartamos as transações de estornos e os pagamentos associados a elas porque são compras ou transferências que não foram efetuadas e não constituem circulação de moeda.

A circulação da mumbuca tem como ponto de partida o recebimento de transferência de renda por parte dos beneficiários. Atualmente também é possível que pessoas físicas ou negócios façam depósitos no Banco Mumbuca, convertendo reais

para mumbucas (Melo, 2020), mas entre 2018 e 2020, é pouco expressiva a parcela de mumbucas em circulação originadas da conversão de reais para mumbucas por usuários do banco. Enquanto o cadastramento dos negócios é feito diretamente no banco, os beneficiários só abrem suas contas-benefício depois de se cadastrarem no programa na Secretaria de Economia Solidária.

A figura 1 ilustra o cadastramento dos negócios e a abertura de contas por parte dos beneficiários. Como o cadastramento de beneficiários está atrelado a decisões da Secretaria de Economia Solidária, é difícil interpretar esse dado pela ótica da escolha dos indivíduos. Em 2018, o pagamento dos benefícios

Figura 1: Cadastro de negócios e beneficiários



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mumbuca (2018-2020).

Nota: O eixo da esquerda representa os negócios (linha azul), e o eixo da direita representa os beneficiários da RBC (linha vermelha). A unidade do gráfico de beneficiários da RBC é de domicílios porque, apesar de ser um benefício individual, cada domicílio recebe todos os seus benefícios em um único cartão.



migrou para o sistema E-dinheiro, o que explica o rápido aumento de contas abertas ao longo daquele ano. Até meados de 2018, a Secretaria de Economia Solidária estava focada na atualização e sistematização do cadastro dos programas vigentes na época, de forma que só foi aberta nova campanha de cadastramento no final daquele ano.

Com a criação da RBC em junho de 2019 (Maricá, 2019), a Secretaria de Economia Solidária começa o trabalho de migrar os beneficiários dos programas anteriores para o cadastro da RBC. Até novembro daquele ano, o cadastro na RBC só estava aberto para pessoas em situação de extrema vulnerabilidade. O número de beneficiários aumentou consideravelmente entre novembro e dezembro de 2019 durante um grande esforço de cadastramento, durante o qual cerca de seis mil domicílios (e mais de 20 mil pessoas) foram registradas no programa.

Para os negócios há dois incentivos para o cadastramento no Banco Mumbuca. Primeiro, a adoção da plataforma E-dinheiro a partir de 2018 simplificou o cadastramento no banco. Segundo, com a criação da RBC, o benefício passa a ser individual, aumentando o montante de mumbucas em circulação. Por exemplo, uma família com quatro pessoas cadastradas na Secretaria de Economia Solidária recebia 130 mumbucas e passou a receber 520 mumbucas. Assim, a partir de maio e agosto de 2019, com o anúncio da reformulação e início do pagamento da RBC, o ritmo de cadastramento de negócios se intensificou. De forma geral, a tendência de cadastro de negócios acompanha a de cadastro de beneficiários, com alguns meses de atraso (pequeno deslocamento para a direita da linha azul em relação à vermelha no gráfico).

Entre março de 2020 e outubro de 2020, o número de negócios cadastrados mais do que

duplicou, passando de 3.705 para 8.276. Duas ações municipais são importantes para entender esse aumento: o grande cadastramento na RBC entre novembro e dezembro de 2019 e o pacote de medidas de proteção econômica de combate à pandemia, cujos desembolsos começaram a ser efetuados em abril. O pacote não só aumentou o valor dos benefícios da RBC, como também introduziu na economia maricaense 20.627 beneficiários do PAT, aumentando o volume de mumbucas em circulação e, conseqüentemente, o consumo em mumbucas.

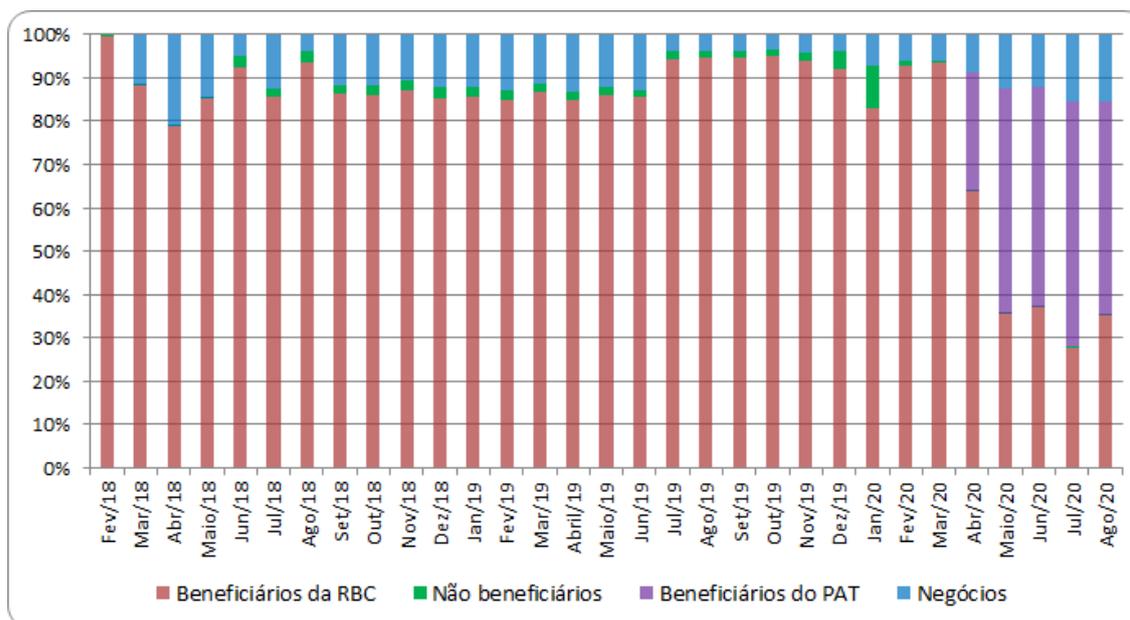
No período de fevereiro de 2018 a agosto de 2020 o equivalente a R\$244 milhões em mumbucas foram transacionados, 71% dos quais entre abril e agosto de 2020. 63% do volume total de pagamentos realizados em mumbuca foi para compra de bens e serviços, 19% e 17% foi para transferência e pagamento de boleto. Ao longo de todo o período, a maior parte dos recursos gastos em mumbuca é destinado à compra de bens e serviços na cidade, potencialmente contribuindo para a dinamização da economia maricaense.

Como discutido anteriormente, o ponto de partida para a emissão de mumbuca é o pagamento de transferência de renda pela prefeitura. Dessa forma, é esperado que os agentes responsáveis pela maior parcela das transações em mumbucas sejam esses beneficiários. Isso pode ser verificado na figura 2, na qual se observa que beneficiários da RBC e do PAT movimentam em torno de 90% das mumbucas em circulação ao longo de todo o período analisado.

Entre abril e agosto de 2020, beneficiários do PAT foram responsáveis por aproximadamente 49% do volume de mumbucas transacionadas, superando a participação dos beneficiários da RBC. Uma explicação para isso é que o benefício do PAT é maior (um salário-mínimo) que o da RBC (300 mumbucas).



Figura 2: Volume de transação por tipo de conta (R\$)



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mumbuca (2018-2020).

Nota: As transações consideradas no gráfico são: pagamento de boleto, compra de bens e serviços e transferência.

No entanto, diferentemente dos beneficiários da RBC, os do PAT podem converter mumbucas para reais - 6% usam sua conta no Banco Mumbuca exclusivamente para isso, inclusive. Ainda assim, apenas 13% do montante total concedido pela prefeitura para esse benefício foi convertido de mumbuca para real. Ou seja, beneficiários do PAT usaram 79% do recurso concedido pela Prefeitura para consumir em Maricá em mumbucas. A baixa taxa de conversão de mumbuca para real e a grande participação dos beneficiários do PAT no volume de mumbucas transacionadas apontam para uma boa aceitação da moeda social por esses indivíduos.

As 6.447 contas E-dinheiro de não-beneficiários incluem contas corrente comuns, contas-salários e contas dos funcionários da prefeitura, onde recebem o Abono Natalino. A participação desse tipo de usuário no volume total de mumbucas transacionadas foi pouco expressiva ao

longo de todo período, especialmente a partir de março de 2020.

Panorama do uso da moeda mumbuca por negócios cadastrados

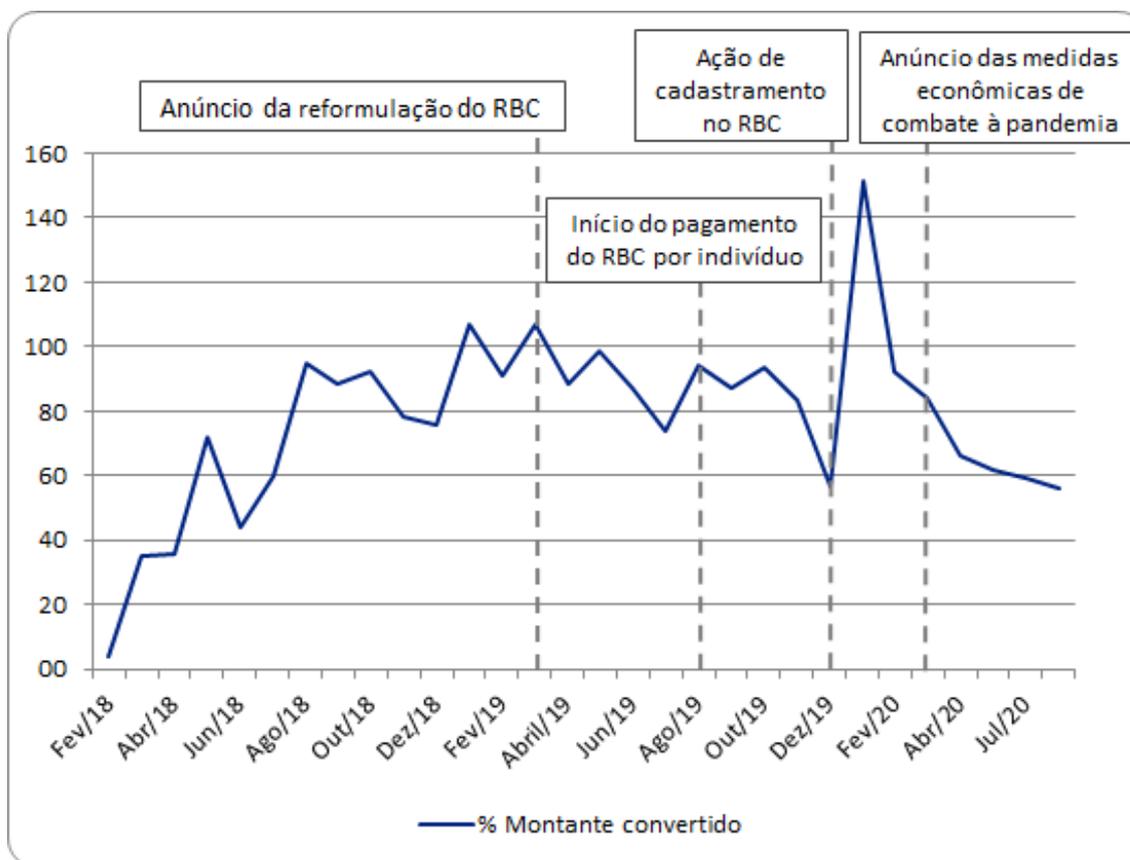
Dos 8.276 negócios credenciados no Banco Mumbuca, 6.041 (73%) receberam pagamento em mumbucas no intervalo analisado. Desses, 4.062 (67%) realizaram operações de pagamento em mumbuca - isto é, utilizaram a moeda social para suas próprias compras, pagamentos de boleto ou transferências. Ao longo do período, a participação dos negócios no volume de mumbucas transacionadas flutuou, mas a partir de março de 2020 é possível perceber uma tendência de aumento. Isso pode ser explicado tanto pelo aumento no número de negócios que aceitam a mumbuca (maior possibilidade de consumo), quanto pela elevação dos recursos disponíveis para serem usados em mumbuca pelos negócios com o reajuste da RBC e a introdução do PAT (maior volume disponível para consumo). Em



março de 2020, os negócios usaram 620 mil mumbucas, no mês seguinte o gasto em mumbucas foi de aproximadamente 1,9 milhão de mumbucas, chegando a 7 milhões em julho do mesmo ano.

contrapartida, 1.568 (26%) usam sua conta exclusivamente para realizar pagamentos em mumbuca, através de pagamento de boleto, compra de bens e serviços ou transferência.

Figura 3: Negócios - proporção de receita e conversão de mumbuca para real



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mumbuca (2020).

Nota: O mês de junho de 2020 foi retirado da série porque não constam operações de conversão de mumbuca neste mês

Também é possível investigar o uso da mumbuca pelos negócios observando dados de conversão de mumbuca para real na figura 3. Dos 6.041 negócios que receberam receita em mumbuca no período analisado, 4.041 (67%) realizaram conversão de mumbuca para real - e 1.547 (26%) usaram sua conta no Banco Mumbuca exclusivamente para isso. Uma possível explicação é que grandes negócios com filial em Maricá que aceitam a moeda social, como redes de lanchonetes e supermercados, não têm incentivos para consumir em mumbuca. Em

Desde o anúncio da RBC em maio e do pagamento individual de mumbucas para os beneficiários em agosto de 2019, é possível ver uma tendência de queda na conversão de mumbucas para reais. O vale em dezembro de 2019 e o pico em janeiro de 2020 devem-se provavelmente ao pagamento antecipado do benefício da RBC em dezembro, que aumenta o consumo em mumbuca em dezembro, a ser convertida para real em janeiro. Esta tendência de queda fica ainda mais visível nos meses após a introdução das medidas de combate à pandemia da



Covid-19, quando mais mumbucas entram em circulação em Maricá.

A média de conversão de mumbuca em reais por parte dos negócios é de 59%, isto é, 41% da receita arrecadada pelos negócios em mumbuca possivelmente é utilizada em outros comércios em Maricá. O consumo em mumbucas realizado por negócios sinaliza o aprofundamento do processo de aceitação, uso e circulação da moeda em Maricá. Um processo que começou em 2018, com a democratização ao acesso e simplificação no uso da moeda mumbuca, e com a adoção da mumbuca por mais estabelecimentos comerciais.

Entre 2013 e 2017 o uso da mumbuca se restringia aos beneficiários dos programas de transferência de renda da cidade e era aceito por um número limitado de estabelecimentos do gênero alimentício e farmácias. Além disso, a mumbuca era retirada de circulação no momento em que fosse gasta, pois os comerciantes recebiam o valor das compras convertido automaticamente para real. A partir de 2018, a moeda adquire maior capacidade de giro. Pequenos negócios podem utilizar os recursos que recebem em mumbuca para consumir e comprar insumos em outros estabelecimentos maricaenses, expandindo o ciclo da moeda. Conforme mais pessoas têm acesso à mumbuca e mais negócios a aceitam, mais a moeda social circula dentro de Maricá.

Em suma, buscamos apresentar as características do Banco Mumbuca e da moeda social mumbuca, que estão associados também aos programas de transferência de renda da Prefeitura de Maricá. Entre 2018 e 2020 houve um aumento no volume transacionado em mumbuca, principalmente em 2020, associado às medidas de proteção econômica no combate à pandemia. Embora os beneficiários de programas de transferência de renda sejam os principais consumidores em mumbuca,

entendemos que o crescimento no número de estabelecimentos que aceitam mumbuca e a baixa proporção de conversão de mumbuca pelos negócios e beneficiários do PAT apontam para uma boa aceitação da moeda social. Espera-se que a aceitação e a intensificação do uso da mumbuca tenham impacto positivo sobre o desenvolvimento da economia local da cidade, justamente um dos objetivos da adoção da moeda social como instrumento de política pública pela prefeitura.

Referências

- Auxílio ao autônomo e ao informal no programa de amparo ao trabalhador tem regras definidas. Prefeitura de Maricá, 28 de mar. de 2020. Disponível em: <<https://www.marica.rj.gov.br/2020/03/28/auxilio-ao-autonomo-e-ao-informal-no-programa-de-amparo-ao-trabalhador-tem-regras-definidas/>>. Acesso em: 1 de julho de 2021.
- Instituto E-dinheiro Maricá. Perguntas frequentes. c2021a. Disponível em: <<https://institutoedinheiromarica.org/perguntas-frequentes>>. Acesso em: 29 de jun. de 2021.
- Instituto E-dinheiro Maricá. Novas linhas de crédito. c2021b. Disponível em: <<https://institutoedinheiromarica.org/novas-linhas-credito>>. Acesso em: 29 de jun. de 2021.
- Maricá. Lei n. 2448, de 26 de junho de 2013. Institui o Programa Municipal de Economia Solidária, Combate à Pobreza e Desenvolvimento Econômico e Social de Maricá. 2013.
- Maricá. Lei n. 2.869, de 19 de junho de 2019. Institui o Programa de Renda Básica de Cidadania – RBC no Município de Maricá-RJ. 2019.
- Melo, Joaquim. Em: RENDA BÁSICA E MOEDAS COMUNITÁRIAS, 2020, (online). *Webinar*. Youtube: FGV EAESP. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=z_pik2-



wBig&ab_channel=FGV>. Acesso em: 1 de julho de 2021.

Pereira, Amanda Souza; Siqueira, Diego; Senra, Lorena; Costa, Nathan Melo. As políticas públicas de economia solidária no município de Maricá/RJ. IPEA, Mercado de trabalho: conjuntura e análise. n. 70, p. 171-182, set. 2020.

Prefeitura vai manter valores integrais do PAT e do RBC. Prefeitura de Maricá, 29 de mai. de 2021. Disponível em: <<https://www.marica.rj.gov.br/2021/05/28/prefeitura-vai-manter-valores-integrais-do-pat-e-do-rbc/>>. Acesso em: 2 de julho de 2021.



Controvérsias na história da Contabilidade Nacional: um limite para o Estado

Conrado Krivocheim – mestre em economia pela UFF

O objetivo desta breve nota é mostrar como o debate crítico sobre a austeridade deve incorporar o problema do tratamento do governo na Contabilidade Nacional. A questão de como mensurar a provisão de bens e serviços não-mercantis na Contabilidade Nacional é de grande importância no contexto da pandemia da COVID-19. O tema é pouco estudado e está relacionado a controvérsias conceituais que permeiam grande parte da história da Contabilidade Nacional.

Há um ‘desequilíbrio’ conceitual entre o tamanho do governo, e o que de fato o governo contribui (ou deveria) na renda nacional nas economias nacionais. Enquanto os indicadores gerais do PIB e da relação dívida/PIB são utilizados para justificar a redução nos gastos públicos, não há um critério mensurável, na Contabilidade Nacional, para justificar a essencialidade das despesas primárias do governo. Apesar das despesas primárias serem essenciais para o enfrentamento da pandemia em curso desde 2020, a manutenção das mesmas restrições aos gastos primários a níveis pré-pandemia, persiste.

O Limite Conceitual do Governo na Contabilidade Nacional

O que a pandemia mostrou

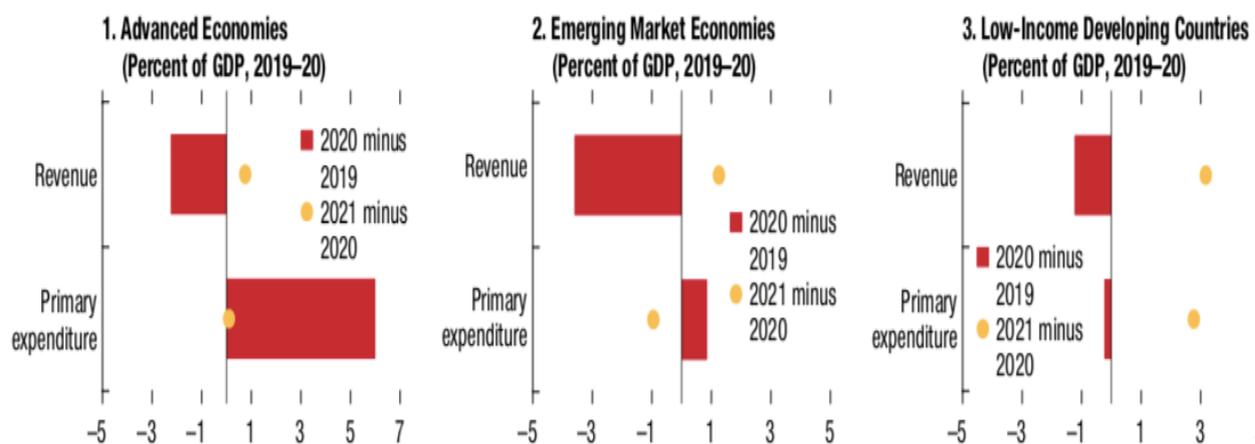
A pandemia da COVID-19 vem evidenciando a urgência dos governos de diferentes países em lidar com a expansão desenfreada das suas respectivas dívidas públicas, em consequência, principalmente, do aumento inevitável das despesas primárias. Desde que a pandemia da COVID-19 se consolidou na metade de 2020, a ideia de usar orçamento de ‘tempo de guerra’ para lidar com a crise econômico-sanitária, e a queda da demanda, foram características comuns nas práticas políticas recentes³⁷.

Entretanto, o que aconteceu, de fato, foi muito diferente da Segunda Guerra Mundial (IIGM). Ao contrário do objetivo comum de produzir armamento bélico, na pandemia 2020/2021 não houve consenso sobre o que deveria ser mobilizado (produção, atividades econômicas e gastos) para ‘combater’ o vírus. E, à medida que a pandemia se instalou em diferentes países, diferentes estratégias foram adotadas, o que intensificou desigualdades pré-existentes, conforme mostrado no relatório do

³⁷ Muitos representantes do governo de diferentes países se dirigiram às suas respectivas nações como se a pandemia fosse uma situação de guerra. Tal como aconteceu no Brasil, formuladores de políticas aprovaram uma espécie de ‘orçamento de guerra’ para lidar com a falta de arrecadação de impostos, juntamente com o aumento esperado nos gastos públicos. Nos Estados Unidos, o ex-presidente Donald Trump

assinou o ‘*Defense Production Act*’ em março para garantir a prioridade da produção de equipamentos de proteção à saúde, embora este ‘ato’ já tenha sido utilizado em diferentes ocasiões antes da pandemia pelo Departamento de Defesa americano. No Reino Unido, o primeiro-ministro Boris Johnson disse “*We must act like any wartime government*” em uma entrevista coletiva, também em março de 2020.



GRÁFICO 1 - Mudança nas despesas e receitas do governo geral (porcentagem do PIB pre-Covid 19):

Fonte: *Fiscal Report* (FMI, 2021)

Fundo Monetário Internacional (FMI), *The Fiscal Monitor*, de abril de 2021.

Como o mostra o gráfico do relatório do FMI (2021), apesar da queda de receitas generalizada, os gastos primários essenciais ao enfrentamento da pandemia foram maiores principalmente nas economias avançadas:

A recuperação desproporcional que está sendo observada nos diferentes países, tem mostrado não só a falta de entendimento comum sobre a importância da aquisição precoce de vacinas e de manter medidas de distanciamento social, como também que as diferentes condições institucionais para se aplicar tais medidas acirram o contraste entre países.

Austeridade fiscal: um breve comentário crítico

Desde o final da década de 1960, um diagnóstico recorrente observado em diversos países, foi o da irresponsabilidade fiscal com a geração de déficits fiscais resultantes das tentativas de reduzir pressões inflacionárias com políticas monetárias contracionistas. Ou seja, governos ‘irresponsáveis’ eram considerados incapazes de controlar seus gastos e evitar déficits fiscais geradores de pressões

inflacionárias. Como interpretado por Carvalho (2008, p. 20-21), o cenário de desequilíbrio fiscal do presente fatalmente implicaria austeridade monetária amanhã, com elevação de juros e desaquecimento da economia, afetando a formação das expectativas dos agentes. Com a perda de eficácia da política fiscal, “o gasto público, ao invés de induzir a expansão dos gastos privados, pode acabar induzindo a formação de uma poupança precaucionária por parte dos agentes privados, temerosos da recessão que a autoridade monetária fatalmente teria que gerar em seguida” (ibid.).

No caso do Brasil, o relatório de 2021 do FMI aponta que uma das características do ‘orçamento de guerra’ adotado pelo país foi a exclusão dos gastos com a pandemia do Teto de Gastos constitucional, a partir da declaração de estado de calamidade pública que suspendeu a obrigação de cumprimento da meta de superávit primário em 2020. O Brasil priorizou a estabilidade da dívida ao retirar a maioria das medidas de apoio fiscal relacionadas ao combate à COVID-19 no final de 2020, com o objetivo de cumprir o Teto de Gastos em 2021. Isso reforçaria a ‘credibilidade’, porém com consequências deletérias à retomada econômica e falta de clareza se as despesas estão



sendo, de fato, realizadas de forma eficiente para o comate à pandemia.

Na verdade, esse ‘custo’ pela manutenção da ‘credibilidade’ já está sendo pago desde 2016, com a aprovação da Emenda Constitucional nº 95 do Teto de Gastos (EC 95). A EC 95 garantiu que as despesas primárias da União não cresçam por até 20 anos, acima da inflação de doze meses, o que contraria os direitos e compromissos assumidos na Constituição de 1988. Desde 1990, o arranjo institucional da política fiscal brasileira combina regras constitucionais com regras decorrentes da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A ‘regra de ouro’, por um lado, limita o endividamento do governo ao montante das despesas de capital, restringindo o financiamento a despesas correntes essenciais. De outro lado, as metas de superávit primário da LRF, apesar do caráter pró-cíclico, demandam cortes adicionais de despesas quando a arrecadação é insuficiente com o impacto negativo sobre a taxa de crescimento do PIB, trazendo no seu interior uma “lógica de orçamento equilibrado”³⁸.

O relatório elaborado por Jan Kregel (2020) mostra como as políticas econômicas limitadas ainda estão sendo tratadas, apesar do peso incomensurável da crise atual. A política fiscal feita em relação a contas públicas mais equilibradas busca manter a economia funcionando com um índice de contaminação ‘estável’, ao invés de tomar medidas mais rigorosas para conter o vírus. É o marco institucional/legal que determina o princípio de equilíbrio orçamentário no qual as contas públicas devem operar, embasado em indicadores

macroeconômicos bem difundidos, como o PIB e as relações déficit/PIB e dívida/PIB.

Logo, a resposta ao aumento dos déficits e da dívida pública é o corte nas despesas primárias e nos custos que compõem a renda e o emprego dos trabalhadores essenciais e mesmo daqueles que estão na linha de frente do combate ao vírus. Ao nosso ver, a principal diferença do período da IIGM com o presente é a total falta de direcionamento sobre como planejar os gastos públicos, e quais são as atividades essenciais a serem mantidas e estimuladas, porém mantendo as medidas de distanciamento social.

Como as desigualdades pré-existentes estão sendo severamente agravadas com a pandemia em curso desde o início de 2020, o relatório do FMI (2021) recomenda fortemente que as diferenças institucionais entre os países devem ser enfatizadas a fim de chegar a soluções adequadas para lidar com os efeitos devastadores da pandemia³⁹. De fato, diferenças institucionais são de extrema relevância no contexto atual, tal como o relatório do FMI informa. Fatores político-institucionais são cruciais para compreender os déficits orçamentários em particular, e a política fiscal em geral.

Entretanto, é demasiadamente difícil explicar as grandes diferenças entre os países usando apenas argumentos econômicos. Por outro lado, o uso de argumentos econômicos para comparação internacional via agregados macroeconômicos, como o PIB (real) e, no diagnóstico de ‘irresponsabilidade fiscal’, a relação dívida/PIB, influenciou no estabelecimento destes indicadores nos marcos institucionais/legais de diferentes países para limitar

³⁸ “Esta característica da LRF”, como mostram Rossi, David e Dweck (2021, p. 245), “também é prejudicial aos entes subnacionais. Por exemplo, a redução de receitas afeta os limites de pessoal (expressos como percentuais da receita corrente líquida (RCL)) e, por conseguinte, a própria capacidade de estados e municípios prestarem serviços públicos.”

³⁹ “[...] countries are in different stages of COVID-19, economic and labor market conditions differ, structural characteristics — including institutions — are distinct. Hence, fiscal policy must be tailored to country-specific circumstances.” (FMI, p. xi, 2021)



os gastos públicos⁴⁰. Tais indicadores foram formulados no âmbito da Contabilidade Nacional, para atender ao propósito em geral da comparabilidade internacional. Há aqui uma dificuldade conceitual importante, a qual trataremos na presente nota, e que lida com questões já recorrentes antes da pandemia.

Tal dificuldade pode ser identificada a partir da observação feita em Garcia (2008, p. 25) sobre os tipos de gastos do governo:

Em qualquer discussão séria sobre despesas e eficiência do governo, terão de ser considerados todos os tipos de gastos feitos pela administração pública. É inaceitável não o fazer. A não ser que se reconheça, se aceite e se venere, ad infinitum, a intocabilidade do privilégio dos que se beneficiam com certas despesas do governo. Que as considere mais legítimas, necessárias e importantes que quaisquer outras que as conceba como as que melhor atendem à sociedade em sua inteireza.

De fato, esclarecer o comportamento das despesas com juros e encargos da dívida pública é de extrema importância. Entretanto, não podemos prosseguir diante do problema conceitual, tal qual é explicitado na história da Contabilidade Nacional e nas revisões do System of National Accounts (SNA) 1953 e 1968, até a revisão que veio a se consolidar no cenário internacional (SNA 1993 e 2008), relacionado ao tratamento dado ao governo nas contas. Uma característica comum que pode ser observada em todas as revisões do SNA, e que irá determinar o tratamento dado ao governo, é o contraste entre os requisitos contraditórios de respeitar as diferenças

institucionais de cada país, mantendo as restrições necessárias para comparabilidade internacional.

Como já vimos anteriormente, a ‘irresponsabilidade’ fiscal dos governos foi um diagnóstico recorrente após o final da IIGM. Porém, antes da guerra, comentários sobre o crescimento do ‘tamanho’ do governo já eram comuns (Haberler, Hagen, 1946). Uma vez que o ‘tamanho’ do governo não é algo tão claro e específico para ser dimensionado, tanto antes (na medida do possível pela rudimentariedade das estatísticas econômicas até então) quanto depois da IIGM, e na atualidade, o governo é tratado com relação a sua participação na renda (e na produção) nacional, portanto, no PIB.

Independentemente de como se dimensione o ‘tamanho’ do governo, grande parte dos bens e serviços públicos é destinada à produção de bens e serviços intermediários, que contribuem indiretamente para os produtos finais. Nesse sentido, um problema fundamental na Contabilidade Nacional, como afirmado em Vanoli (2005, p. 255), foi o caso em disputa sobre o tratamento dos serviços intermediários prestados ‘gratuitamente’ pelo governo aos produtores do mercado⁴¹.

Contudo, tal disputa ocorre, de acordo com Vanoli (ibid.), como um debate sobre como resolver o problema da dupla-contagem, ou seja, de que não devemos contar bens e serviços usados duas vezes no processo de agregação da produção⁴². Ao focar o problema da dupla-contagem, as disputas sobre a

⁴⁰ Em 1992, o *Tratado de Maastricht* estabeleceu limites estritos de déficits e níveis de dívida dos países membros da União Europeia. O aumento da preocupação com a dívida pública despertou, assim, o interesse pela experiência de países, como a Dinamarca (1983-1986) e a Irlanda (1987-1989), que conseguiram crescer apesar das acentuadas consolidações fiscais durante os anos 1980. Dessa pesquisa, surgiu a nova ideia de “contração fiscal expansionista”, hipótese de que uma economia poderia, no curto prazo, realmente crescer como consequência de uma política de austeridade. Essa ideia contraintuitiva gerou

uma enxurrada de estudos de países que responderam a índices muito elevados de dívida em relação ao PIB com austeridade fiscal – o que aparentemente gerou crescimento.

⁴¹ O debate na famosa publicação *Economica*, travado entre John Hicks (1940) e Simon Kuznets (1948), colocava em contraste a opinião dos dois autores sobre esse ponto.

⁴² Por exemplo, embora a farinha não seja pão, a produção de farinha é em parte usada para produzir pão, e a produção de farinha usada na produção de pão deve ser deduzida da produção total para consumo final.



própria inclusão de tal ou qual tipo de impostos⁴³, torna a participação do governo uma questão secundária. Ainda assim, tais disputas têm consequências sobre aos propósitos políticos a que servem as estimativas, tal como o ‘tamanho’ do governo, o qual muda relativamente ao critério de dupla-contagem que venha ser adotado sistema de contas.

O gasto público em Keynes: os dois orçamentos

Isso pode ser observado em Keynes que, em 1940, em *How to Pay for the War*, apresentou estimativas (com auxílio de Erwin Rothbarth) da renda nacional para mostrar que o verdadeiro desafio do governo inglês com a guerra estava em gerenciar seus recursos disponíveis – trabalho, equipamentos, tecnologia, recursos naturais e assim por diante – para que a inflação não acelerasse⁴⁴. Keynes, buscava se distanciar das ideias clássicas do pensamento econômico, e evitou a preocupação recorrente com o equilíbrio orçamentário, o que lhe permitiu pensar formas de remover as limitações fiscais para expansão das economias com participação ativa do gasto público.

O problema da dupla-contagem, para Keynes, com base em conceitos utilizados na Teoria Geral, pode ser evitado excluindo-se o custo de uso em cada etapa, um conceito que é, no entanto, de difícil interpretação na Teoria Geral. Porém, sua função de

distinguir o valor produzido e o valor da produção vendido, junto com o custo de fator, é de grande importância para estimar a renda nacional, pois permite que encontre o consumo intermediário. Sendo o foco das estimativas de renda nacional o consumo final, o termo “final” é baseado no que foi efetivamente gasto. Como diz Keynes (1940, p. 61), o nível de demanda efetiva depende do custo de uso.

Em *How to Pay...*, Keynes utiliza um conceito de renda tributável, cujo montante é maior do que o estimado como produto nacional, pois inclui duas vezes mais aquelas partes da renda dos indivíduos transferidas para outros indivíduos e contabilizadas por ambos os conjuntos de indivíduos como parte de suas rendas, como juros sobre a dívida nacional, pensões, auxílio de desemprego, etc., mas que não foram auferidas em troca de serviços efetivamente prestados. Keynes (ibid.) denomina tais partes da renda como rendas de “transferência”.

Por outro lado, Keynes exclui do conceito de renda tributável a parte da produção nacional que é destinada para o Governo na forma de lucros comerciais de serviços, não fornecidos pela tributação, mas vendidos a dinheiro. Ao fazer isso, Keynes mostra que a participação do governo, mais do que um coletor de impostos, transfere renda para os indivíduos, de forma que essa renda transferida também é tributável. Ou seja, há um potencial efeito multiplicador⁴⁵ nos próprios gastos do governo, o

⁴³ Não há razão *a priori* para que o consumo intermediário de serviços não mercantis pelos produtores mercantis seja igual ou à soma dos impostos indiretos líquidos ou à soma destes e dos impostos diretos sobre as empresas

⁴⁴ Em uma nota suplementar de 1940 para explicar as estimativas elaboradas em *How to Pay...*, Keynes mostrará a importância da definição de receita que ele adotou na construção das estimativas, e também porque ele optou por um sistema líquido e porque divergiu em todos esses pontos das estimativas de 1937 de Colin Clark. As estimativas de Clark, antes da versão de 1937, foram utilizadas por Richard Kahn para elaborar o multiplicador em 1931, o qual foi replicado por Keynes posteriormente. Clark foi o ‘primeiro’ autor na

Inglaterra a produzir uma estimativa da atividade econômica a partir do nível de gastos em 1937 em seu trabalho *National Income and Outlays*. Para Keynes (1940, p. 61-62), a *renda tributável (taxable income)* diz respeito às rendas individuais e é diferente da *renda nacional bruta* de Clark

⁴⁵ Na teoria do multiplicador de Keynes, a ideia geral é que o gasto de um *indivíduo* (ou do governo) em bens e serviços aumenta a renda do provedor desses mesmos bens e serviços, colocando este último em posição de reajustar seus próprios gastos de consumo, impactando, assim, a renda de um terceiro agente e assim sucessivamente. O processo, no entanto, não é infinito, uma vez que os indivíduos não consomem totalmente



qual deve fazer parte das estimativas de renda nacional.

Keynes criticou a definição anterior de Colin Clark (a qual ele usou como referência) de renda nacional bruta, porque ela se mostrava demasiadamente sensível a mudanças no tipo de tributação⁴⁶, servindo como um entrave na identificação do impacto, e, portanto, dos benefícios, dos gastos públicos no sistema. Mitra-Kahn (2011, p. 212-213) deixa claro o ponto que queremos enfatizar ao observar que, nas estimativas apresentadas por Keynes em *How to Pay...*, se os gastos do governo não foram incluídos na renda nacional, então o investimento público para o esforço de guerra contaria oficialmente contra o crescimento econômico. Portanto, se o governo aumentasse os gastos, isso significaria uma diminuição no consumo privado e no investimento, e uma queda na renda nacional, seguindo as estimativas feitas por Clark.

Seguindo esse raciocínio, é importante considerar aqui que a função do gasto público, como concebido em Keynes, vai além da função de regulador da demanda agregada. De fato, o governo deve efetuar gastos primariamente para ofertar bens públicos, como segurança pública e nacional, educação, saúde, etc., em níveis de despesa que são relativamente fixos, independentes do nível de atividades da economia. Mas, além das despesas com bens e serviços essenciais oferecidos pelo governo,

estão aquelas voltadas, primariamente, para a regularização da demanda agregada. Tal distinção entre oferecer permanentemente bens e serviços públicos essenciais e regularizar, quando necessário, a demanda agregada, leva a dois orçamentos do governo, ponto muito enfatizado por Fernando Cardim de Carvalho (2008; 2016), e que serve para que a política de gastos seja abordada de forma mais flexível, para evitar que os dois objetivos entrem em conflito.

A proposta de Keynes para a elaboração de dois orçamentos fiscais, o de gastos correntes e o de gastos de capital, tem implicações em sua teoria do multiplicador e, conseqüentemente, na forma como os setores se equilibram na sua proposta para estimativas de renda nacional em *How to Pay...* No caso do governo, a demanda total por ativos correspondente à poupança gerada por um novo gasto público que permanecesse, descontado o aumento de impostos causado pelo próprio gasto público, seria exatamente igual ao valor dos títulos a serem colocados no mercado pelo Tesouro (Carvalho, 2008). Em Keynes, considerando que são os gastos que determinam o nível de renda e produção, as receitas geradas com arrecadação de impostos não são transações simultâneas relacionadas a despesas do governo, pois, como esclarecem Bastos e Aidar (2021, p. 52), a arrecadação tributária não pode financiar algo que a precede.

sua renda, o que diminuiu, a cada rodada de gastos, a despesa inicial.

⁴⁶ Como Cuyvers (1983) argumenta em sua investigação sobre a elaboração de *How to Pay...*, embora seja bem conhecido que Keynes mostrou grande relutância em usar o conceito de renda nacional bruta, e embora Keynes explicasse isso na *Teoria Geral*, o período da IIGM foi decisivo nas 'escolhas' conceituais para suas estimativas. Como Clark não considerou as rendas individuais tal como Keynes fez com sua definição de *renda tributável*, as rendas de transferência não aparecem nas estimativas de Clark. Para Keynes (*ibid.*), os preços normalmente entendidos, que entram nos números-índices usuais, não são iguais ao custo. Os preços usados nos números-índices são *preços*

de mercado, que são maiores do que o *custo corrente* por: (1) impostos cobrados no consumo intermediário aos produtores e varejistas e (2) custo de uso, um conceito usado por Keynes na *Teoria Geral* que é o custo de recursos efetivamente usados na produção. A crítica de Keynes sobre a diferenciação de Clark entre preços de mercado e custo atual é que Clark adiciona impostos indiretos e depreciação atual aos custos atuais antes de aplicar os números-índices. Em outras palavras, Clark duplica esses impostos e depreciações que já aparecem nos preços de mercado. Para Keynes, os impostos indiretos não deveriam fazer parte dos números dos recursos físicos nacionais devido ao risco de deflacionar a produção em termos de dinheiro por um índice de preços inadequado.



O problema da mensuração dos gastos públicos nas Contas Nacionais

No entanto, na história da Contabilidade Nacional, Richard Stone foi o autor que se tornou conhecido pelas suas contribuições, mas que, na verdade, buscavam integrar as contas ao modelo input-output de Wassily Leontief, dentro do propósito geral da comparabilidade internacional. Keynes e Stone (e James Meade) trabalharam lado a lado durante a guerra, levando a criação da estrutura básica para o desenvolvimento das estimativas da renda nacional na Grã-Bretanha. Mas, Keynes faleceu bem no final do conflito, em 1946. Não há um debate explícito entre eles, mas apenas a visão de Stone sobre seu relacionamento, que ele menciona com alguns detalhes décadas depois em uma palestra (em 1978), demonstrando uma certa aversão à visão crítica de Keynes.

É importante notar que as estimativas de Keynes (e Rothbarth) ainda eram muito rudimentares, assim como as estimativas de Stone e James Meade de 1941 que foram usadas no ‘revolucionário’ White Paper, relatório oficial sobre o orçamento público britânico que deu origem ao relatório de Stone de 1945 para o primeiro SNA de 1953. Mas, na questão das diferenças com *How to Pay...*, como Cuyvers (1983, p. 632) observou, havia ainda muitas semelhanças, principalmente no conceito de produção nacional em Keynes e Rothbarth, que era o mesmo que a renda nacional líquida em Meade e Stone. No entanto, nos anos que se seguem o final da IIGM, o debate sobre o problema da dupla-contagem, assim como a participação do governo nas contas, é tratado sob o aspecto da valoração, isto é, se as estimativas devem

ser predominantemente valoradas a custo de fatores ou preços de mercado.

Inicialmente, a Contabilidade Nacional era conduzida com base em diretrizes internacionais da Liga das Nações⁴⁷ para promover a comparabilidade internacional, e começa a ser padronizada em 1947. O início da década de 1950 marca o desvio de Stone da abordagem de Keynes para as estimativas da renda nacional e sua transformação em Contabilidade Nacional. Conforme identificado em Hicks (1990), houve uma mudança histórica no desenvolvimento da Contabilidade Nacional. Como Hicks (ibid., p. 536) enfatiza na seção final de seu artigo, alguns problemas macroeconômicos foram explorados por muitos autores neoclássicos. Conforme o autor, houve uma grande aversão à abordagem do ‘mecanismo de preço’ – tornada puramente teórica nas obras de Gerrard Debreu – tida como limitada para problemas ‘macro’. Consequentemente:

Another quite different direction in which neo-classical economists went ‘macro’ in an interesting manner was in its concept of the Utility Optimum, with the valuation of the social product at market price, rather than cost, which goes along with it. This received its most important expression in the Economics of Welfare of Pigou. The estimates of National Income which were made by Colin Clark were income in the sense of Pigou and thus carried on from it.

Portanto, temos que dar a devida atenção à interpretação dessa mudança na valoração do produto nacional, que foi inicialmente feita a ‘custos’, mas que depois, seguindo o conceito neoclássico de utilidade agregada, mudou para a valoração a preços de mercado. Mas, na verdade, isso não é claro no que diz respeito à forma como na Contabilidade Nacional a valoração a preços de mercado foi justificada, principalmente como proposta para substituir à valoração a custos de fatores que vigoraram por mais de 50 anos (Tily, 2009, p. 350).

⁴⁷ Organização esta que irá se tornar, no final da IIGM, a Organização das Nações Unidas (ONU).



Conforme argumentado por den Butter (2007), o principal conceito de renda usado na análise de políticas, renda nacional líquida a custos dos fatores, foi sendo sistematicamente substituído pelo de renda nacional bruta a preços de mercado. Mas, na perspectiva adotada aqui, não se trata de uma consequência ‘positiva’ da teoria de Keynes, mas uma aversão a ela e, particularmente, ao aumento dos gastos do governo sobre as economias. Seguindo o ponto levantado por Reich (1986), de que, na Contabilidade Nacional, a estrutura domina o método, a mudança ocorrida no pós-guerra reflete, na verdade, o domínio do propósito da comparabilidade internacional sobre questões conceituais que traziam limitações práticas nas estimativas.

Jean Pêtre (1981) interpretou, em seu influente trabalho sobre o tratamento do governo na Contabilidade Nacional após o SNA de 1968, os dois requisitos contraditórios de atender às diferenças institucionais enquanto mantendo os constrangimentos da comparabilidade internacional. Podemos identificar a ideia de estrutura dominando o método na Contabilidade Nacional, precisamente no tratamento dado ao governo. O papel do governo nas contas está sujeito à inconsistência lógica na avaliação usada para todo o sistema: o produto interno é avaliado a preços de mercado, embora inclua a produção do governo valorada a custo. Na prática⁴⁸, isso leva à contradição lógica para a prática do estatístico que deve considerar a forma de organização da economia mista, seguindo a definição

de valor como uma operação estrita às relações de mercado (Reich, 1996).

De fato, medir a produção do governo mostra-se um paradoxo na Contabilidade Nacional, pois não há preços, as quantidades são difíceis de definir e alguns produtos e serviços passam por constantes mudanças de qualidade (Yu, 2004). Sem contar que alguns serviços governamentais, como defesa nacional e administração geral, são consumidos passivamente (sem que haja uma escolha ou aquisição, o consumo coletivo) por todos. Portanto, mesmo que a inclusão do valor dos bens e serviços do governo nas contas para obter o PIB seja algo aceito e praticado, existem controvérsias não resolvidas sobre como deve ser essa inclusão, refletindo, portanto, diferentes concepções sobre a participação do governo⁴⁹. É essencial, no presente momento, discuti-las.

Considerações finais

Como recorda Carvalho (2008), quando Keynes publicou a sua obra de maior impacto, a Teoria Geral, pouco se poderia assumir quanto às expectativas do público em relação à eficácia da política fiscal. Diante disso, não haveria como Keynes prever o impacto das suas formulações acerca da participação do Estado na renda nacional, assim como as estatísticas econômicas para produzir estimativas de renda nacional ainda eram incipientes. No entanto, no pós-guerra, as ideias de Keynes, com o passar das décadas, foram amplamente mal interpretadas como uma atitude de completa

⁴⁸ Na atualidade, segue-se um padrão de classificação que tem a finalidade de desagregar o consumo do governo. Conforme Galbis (1991, p. 272) a *Classification of Functions of Government* (COFOG) foi produzida no final da década de 1970, publicada em 1980, e posteriormente aplicada por diversos países. A COFOG visa separar o consumo individual e coletivo de bens e serviços do setor público, e é usado em dois manuais oficiais para medir as atividades do governo, o SNA e o *Government*

Finance Statistics Manual (GFSM). No entanto, o GFSM foi elaborado para atender ao requisito de *comparabilidade internacional*, como o objetivo geral do SNA, embora com um foco específico dado às estatísticas econômicas do governo.

⁴⁹ Como indicou Yu (2004), os argumentos sobre a valoração do governo no SNA variam desde se a produção do governo deve ser incluída ou não no sistema, quais atividades devem ser incluídas e como mensurá-las.



permissividade com relação à intervenção do Estado na economia.

Ao tratar a dívida do governo como uma resposta residual ao excesso de despesas do governo, ou seja, despesas do governo deduzidas da tributação, é impeditivo para que o governo tenha uma contrapartida ‘produtiva’ ou criadora de valor nas contas. Concordamos aqui com a interpretação de Mazzucato (2018) de que isso é problemático para justificar a austeridade. Se o governo deve reduzir seus gastos, ele o faz em uma quantidade subvalorizada em comparação com o que deve ‘produzir’. Mas, nas palavras de Mazzucato (ibid.), a austeridade visa cortar os inputs (gastos do governo) ao mesmo tempo em que produz os ‘mesmos’ outputs.

Como vimos, receitas fiscais não são transações simultâneas com relação as despesas do governo. Mas se considerarmos que são, mesmo para fins de mensuração, então o que está sendo medido é o que o governo arrecada dos contribuintes, e não o que beneficia por meio do consumo coletivo. Os efeitos de um aumento da despesa pública são negados ao que ela gera – um conseqüente aumento das receitas fiscais. Não há valor agregado e nem criação de valor para os serviços públicos em relação ao que é gasto. O valor do governo na Contabilidade Nacional é conceituado não no que ele entrega à sociedade, mas no que arrecada por meio de impostos. No debate sobre a austeridade com o contexto da pandemia em curso e do crescente endividamento público, tal limitação se mostra de grande relevância, ainda mais quando diferenças institucionais (e diferentes estruturas tributárias) precisam ser consideradas.

Referências

ALTERMAN, J.; MARIMONT, M. L. Prices and Price Analysis in the Framework of the National

Accounts, *The Review of Income and Wealth*, ser. 16, No. 2, pp. 145-146, June, 1970.

BASTOS, C. P.; AIDAR, G. Expansão do gasto público, tributação e crescimento. In: DWECK, E.; ROSSI, P.; OLIVEIRA, A. L. M. de. *Economia Pós-Pandemia*. São Paulo: Autonomia Literária, 2021.

BUTTER, F. A. G. den. National Accounts and Indicators, In: BOUMANS, M. (ed.) *Measurement in Economics: A Handbook*, Amsterdam: Elsevier/Academic Press, 2007.

CARVALHO, F. J. C. de. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 50, p. 7-25, setembro de 2008.

_____. On the nature and role of financial systems in Keynes’s entrepreneurial economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 39, n. 3, p. 287-307, 2016.

COMIM, F. Richard Stone and measurement criteria for national accounts, *History of Political Economy*, Annual Supplement, Vol. 33, pp. 213-234, 2001.

CUYVERS, L. Keynes’ Collaboration with Erwin Rothbarth, *The Economic Journal*, Vol.XCIII, 1983.

GARCIA, R. Despesas correntes da União: visões, omissões e opções. Brasília: Ipea, 2008. (Texto para Discussão, n. 1319).

HABERLER, G.; HAGEN, E. E. Taxes, Government Expenditures and National Income. *Studies in Income and Wealth*, National Bureau of Economic Research, n. 8, pp. 1–31, 1946.

HICKS, J. R. The unification of macroeconomics, *Economic Journal*, v. 100, pp. 528-538, 190.



IMF. The Fiscal Monitor. Washington, DC.: International Monetary Fund, April, 2021.

KEYNES, J. M. "The Concept of National Income: A Supplementary Note." The

Economic Journal, V. 50, n. 197, march, pp. 60-65, 1940.

_____. The General Theory of Money, Interest and Employment. The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume VII. Nova Iorque: Cambridge University Press, 2013.

KREGEL, J. Alternative Macro Policy Response for a Pandemic Recession. Levy Economics Institute, Policy Note n. 6, October, 2020.

http://www.levyinstitute.org/pubs/pn_20_6.pdf.

MAZZUCATO, M. The Value of Everything: Making and Taking the Global

Economy. London: Allen Lane Penguin Books, 2018.

MEADE, J.; STONE, R. The Construction of Tables of ^[L]_[SEP] National Income, Expenditure, Savings, and Investment, Economic Journal, n. 51, jun-set., pp. 216–233, 1941. ^[L]_[SEP]

PÊTRE, J. The treatment in the national accounts of goods and services for individual consumption, produced, distributed and paid for by government. Paper presented at the 17th IARIW General Conference, Gouvieux, France, 1981. Studies of National Accounts, no. 1, Eurostat, 1983.

ROSSI, P.; DAVID, G.; DWECK, E. Redefinindo a responsabilidade fiscal. In: DWECK, E.; ROSSI, P.; OLIVEIRA, A. L. M. de. Economia Pós-Pandemia. São Paulo: Autonomia Literária, 2021.

REICH, U. P-. Discussion of Chapter 6. In: KENDRICK, J. W. The New System of National

Accounts, Massachusetts: Kluwer Academic Publishers, 1996.

STONE, R. Definition and measurement of the national income and related. In: ONU. Measurement of National Income and the Construction of Social Accounts. Studies and Reports on Statistical Methods, n. 7, Genebra, 1945.

_____. Keynes, political arithmetic and econometrics. Keynes Lecture in Economics, Proceedings of the British Academy, 1988.

TILLY, G. John Maynard Keynes and the Development of National Accounts in Britain, 1895–1941. Review of Income and Wealth, s. 55, n. 2, jun., 2009.

TORR, C. User Cost. In: HARCOURT, G. C.; RIACH, P. A. A 'Second Edition' of The General Theory, London: Routledge, 1997.

UN. Measurement of National Income and the Construction of Social Accounts. Studies and Reports on Statistical Methods, n. 7, Genebra, 1947.

_____. A System of National Accounts and Supporting Tables. Studies in Methods, n. 2, Nova Iorque, 1953.

_____. A System of National Accounts. Série F, n. 2. Revision 3, Nova Iorque, 1968.

_____. A System of National Accounts. Nova Iorque, 1993.

_____. A System of National Accounts. Nova Iorque, 2008.

VANOLI, A. A history of national accounting. Amsterdam: IOS, 2005.

YU, K. Measurement of Government Output, forthcoming. In: Diewert, W. E.; BALK, B.; FIXLER, D.; FOX, K.; NAKAMURA, A. O. (eds.). Essays on Price and Productivity Measurement, Vol. 3, Victoria: Trafford Publishing, 2004.



Selic – o Mercado Brasileiro de Dívida Pública

Resenha de livro

Larissa Naves de Deus Dornelas – Professora da UFPF e Unicentro

Fábio Henrique Bittes Terra – Professor da UFABC, Pesquisador do CNP

O debate em torno da gestão da política macroeconômica no Brasil sempre se mostrou fervoroso. Nos últimos anos, ele ganhou ainda mais destaque em razão das recorrentes necessidades de financiamento dos déficits setor público, e o patamar elevado dos juros básicos no país, que por muito tempo figurou como um dos maiores do mundo. Não obstante, com a pandemia da Covid-19 desde março de 2020, e a emergência, portanto, de medidas capazes de conter a disseminação do vírus e de proteger a população, viu-se a discussão em torno das políticas fiscal e monetária novamente no centro do debate econômico brasileiro.

Embora sejam conhecidos e recorrentes, vários temas e análises relacionados, ora ao mercado monetário, como o patamar do juro básico, a eficiência da política monetária, os instrumentos de política monetária, ora ao mercado de dívida pública, como o patamar da dívida pública como proporção dívida/PIB, o custo dela, há vários detalhes relacionados ao modo como estes dois mercados se estruturaram e funcionam no Brasil. Essa especificidade traz repercussões à gestão das políticas monetária e fiscal, e a toda a dinâmica econômica do país. Contudo, este mercado, o Selic, é pouco ressaltado dos debates econômicos.

Há diversos pontos de contato entre as políticas monetária e de gestão da dívida, principalmente porque ambas ocorrem no mercado de dívida pública, ainda que segmentados entre mercados monetário e de dívida pública. Todavia, cada uma dessas políticas possui dinâmica própria e

persegue objetivos específicos: a política monetária busca o controle da liquidez da economia, enquanto a política de gestão da dívida pública busca o financiamento do déficit público e a administração da dívida.

A estruturação e funcionamento dos mercados monetário e de dívida pública no Brasil se deu com a criação do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) em 1979, que fundiu estes mercados. Passou-se a ter no país um grande mercado de dívida pública, o mercado Selic. Neste mercado, se realizam as operações de mercado aberto da política monetária bem como os financiamentos de déficits e administração de dívida do Tesouro Nacional. Ou seja, no Selic se fazem as políticas monetária e fiscal do país.

A institucionalidade do mercado Selic, que foi se desenvolvendo ao longo dos anos 1980, período em que o Brasil passava pelo forte descontrole inflacionário, auxiliou o país a passar por este período sem haver perda da moeda nacional e sua troca pelo dólar. Alguns instrumentos criados neste período contribuíram fortemente para esse não abandono da moeda nacional, ao darem segurança e liquidez aos agentes, em meio à incerteza gerada pela hiperinflação. Dentre estes, citem-se: (i) as ORTN (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), título público pós-fixado criado para servir a fins fiscais, uma vez que com a pós-fixação eliminava-se o risco de perda de capital a médio prazo, também nas operações da política monetária; (ii) o mecanismo de zeragem automática, em que o Banco Central



venda e recomprava títulos diariamente, equilibrando o saldo de reservas bancárias, mas com a especificidade de garantir o fechamento das posições dos bancos; (iii) o curto/curtíssimo prazo em que se davam estas operações, sobretudo as transações entre reservas bancárias e títulos públicos entre bancos e entre eles e o Banco Central.

A institucionalidade do Selic, um grande mercado de dívida pública, junto à operacionalidade destes instrumentos criados no período hiperinflacionário, mas que não foram abandonados com a estabilidade monetária do Plano Real, trouxe repercussões à dinâmica atual da economia brasileira. O longo período em que se observa tal institucionalidade no Brasil contribuiu para a criação de, na falta de um termo preciso, uma cultura, *path-dependence*, herança histórica, ou mesmo convenção curto prazista em toda a sociedade, que demanda ativos financeiros de curto prazo, com alta liquidez e que ofereçam rentabilidade com baixo custo.

Este curto prazismo se observa tanto na demanda por ativos financeiros privados, quanto pelos títulos públicos no país. Ao mesmo tempo, a convenção curta prazista repercute sobre a dificuldade de se desenvolver um mercado de capitais mais eficiente, o que impõe altos custos ao investimento produtivo, num país que tanto necessita da variável investimento como motor da economia.

Atrelado ao perfil de curto prazo, a indexação financeira é marca do período hiperinflacionário brasileiro, mas, tal como no perfil de curto prazo das aplicações financeiras no país, a pós-fixação financeira não foi superada com a estabilidade monetária. Neste sentido, também como convenção, a sociedade demanda e espera rentabilidade real e sem riscos em seus investimentos financeiros. De outro lado, tanto o Tesouro Nacional quanto o Banco Central cancelam essa demanda, seja por meio da oferta de títulos públicos para fins fiscais pós-fixados

(atrelados à taxa Selic, como são as Letras Financeiras do Tesouro – LFT, ou títulos híbridos, indexados à inflação acrescido de juros, como as NTN-B), seja por meio das operações compromissadas, que mais do que instrumento de política monetária, representam um ativo financeiro, dada sua alta demanda pelos bancos a ponto de representar 30% da dívida pública federal em junho de 2021.

Desta feita, sobressaem ainda dificuldades relacionadas ao alto patamar dos juros cobrados no país. Como os bancos têm operações compromissadas como ativo, podem se utilizar delas como aplicação de recursos que captam do público para além de seu uso habitual como destino para as sobras de suas reservas. Assim, como as próprias reservas possuem forma de ser remuneradas, qualquer recurso destinado a crédito ao público já parte de um custo inicial equivalente ao juro básico, a Selic. Dessa forma, um dos problemas da institucionalidade do Selic se manifesta na vigência das altas taxas de juros cobradas do público pelos bancos e instituições financeiras no Brasil.

Restam ainda altos custos para a gestão das políticas monetária e de dívida pública em função da institucionalidade do Selic. Em relação à política monetária, perde-se o efeito riqueza como canal de transmissão, em função da intensa pós-fixação dos títulos públicos componentes da dívida mobiliária. Com isso, a taxa de juros básica, Selic, precisa permanecer em patamares elevados para ter eficácia no controle inflacionário. Entretanto, como esta taxa é a mínima que remunera outros ativos no País, inclusive os títulos públicos para fins fiscais, contamina-se assim a gestão da dívida pública pela política monetária. Aumento da taxa de juros básica, destinada a objetivo de política monetária, impõe, automaticamente, um custo maior à dívida pública como um todo.



Por fim, apesar de se reconhecerem os problemas inerentes à institucionalidade do Selic, entende-se ser difícil uma mudança nesse *modus operandi* no curto prazo, uma vez que este grande mercado de dívida pública baliza o funcionamento de todo o Sistema Financeiro Nacional. Além disso, como analisado, esse *modus operandi* envolve também a forma como toda a sociedade, famílias, empresas, sistema financeiro, governo e agentes externos entendem e fazem suas trocas e escolhas neste mercado.

Apesar das dificuldades, medidas que busquem aperfeiçoar o funcionamento do Selic, assim como a gestão das políticas monetárias e de gestão da dívida devem ser pensadas. Neste ponto, destaca-se a recente aprovação do uso dos depósitos voluntários como novo instrumento de política monetária no Brasil. A utilização deste novo instrumento representa importante avanço, sobretudo ao melhor separar a gestão das políticas monetária e de gestão da dívida pública, muito contaminadas atualmente.



BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.2, n.2, mai/ago 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, Daniel Consul,
Daniel Henriques, Eduardo Mantoan, Júlia Leal,
Linnit Pessoa e Vinicius Centeno

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Andrea Gama

andreagama@id.uff.br

Carmem Feijó

cbfeijo@gmail.com

Conrado Krivochein

conradokrivo@gmail.com

Daniel Consul de Antoni

daniel.consul@outlook.com

Eduardo Mantoan

eduardo.mantoan@hotmail.com

Eliane Araújo

elianedearaujo@gmail.com

Fabio Terra

fhbterra@gmail.com

Fernando Amorim Teixeira

fernando_tx@yahoo.com.br

Júlia Leal

juliaa.leal@hotmail.com

Larissa Naves de Deus Dornelas

larissand6@hotmail.com

Linnit Pessoa

linitpessoa@gmail.com

Luiz Fernando de Paula

luizfpaula@terra.com.br

Mateus Coelho Ferreira

mateuscf25@hotmail.com

Paulo Gonzaga M. Carvalho

pgmcarvalho@openlink.com.br

Pedro Lange Netto Machado

pedrolangenm@gmail.com

Roberta Costa

rmendes@id.uff.br

Vinicius Brandão

v.brandao91@gmail.com

Vinicius Centeno

vinicenteno@gmail.com

MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: findeuff@gmail.com

Site: www.finde.uff.br

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

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

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

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



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

ONDE ESTAMOS:

R. Prof. Marcos Valdemar de Freitas Reis, s/n,
Faculdade de Economia, Bl F, 5º Andar
Gragoatá - Niterói - RJ
24210-200

findeuff@gmail.com



www.finde.uff.br