BOLETIM FINDE

Edição de set/dez de 2021, v. 2, n. 3. ISSN: 2675-7389

FINDE
GRUPO DE PESQUISA EM FINANCEIRIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

Brasil à deriva: os retrocessos de 2021 e os desafios para 2022

AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio – Andrea Gama - Carmem Feijó - Dalton Boechat Filho
Daniel Henriques - Eduardo Mantoan - Elena Soihet – Eliane Araújo – Elisangela Araújo
Fernando Freitas – Jéssica Maldonado - Júlia Leal - Leandro Monteiro - Linnit Pessoa
Luciano Luiz Manarin D'Agostini – Luiz Macahyba – Maria Isabel Busato - Maurício A. Weiss
Norberto Montani Martins – Paula Marina Sarno - Paulo Gonzaga M. Carvalho
Pedro Lange N. Machado – Samuel Costa Peres – Stefan W. D'Amaro – Talita Cardoso Ferreira

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

FINDE
GRUPO DE PESQUISA EM FINANCEIRIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

BOLETIM FINDE: v.2, n.3, 2021

BRASIL À DERIVA: RETROCESSOS DE 2021 E OS DESAFIOS DE 2022

www.finde.uff.br

FINDE
GRUPO DE PESQUISA EM FINANCEIRIZAÇÃO E DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

ÍNDICE

Apresentação 1
Carmem Feijo e Adriano Vilela Sampaio

A inflação brasileira de 2020 e 2021 e as limitações do regime de metas das inflação 2
Adriano Vilela Sampaio e Maurício Andrade Weiss

A inflação brasileira: Ações limitadas e equivocadas para uma inflação de custos 12
Linnit Pessoa, Eduardo Eduardo Mantoan e Júlia Leal

Política anticíclica do Auxílio Emergencial em 2020: Comportamento dos saldos financeiros dos agentes institucionais 21
Leandro Monteiro

O que a pandemia trouxe de novo à visão convencional sobre política fiscal? 26
Norberto Montani Martins e Maria Isabel Busato

Índice de Qualidade do Emprego e Hiato da Qualidade do Emprego: uma análise empírica entre os principais países campeões de complexidade econômica e o Brasil (1992-2018) 36
Luciano Luiz Manarin D´Agostini e Stefan Wilson D´Amato

Evidências sobre padrões de desindustrialização ou especialização na indústria manufatureira 46
Eliane Araujo, Elisangela Araujo e Samuel Costa Peres

O desenvolvimento local como uma alternativa à dominância financeira 54
Daniel Henriques

A velocidade de circulação da moeda mumbuca e a concessão de microcrédito pelo Banco Mumbuca em Maricá de 2018 a 2021 58
Andrea Gama, Jéssica Maldonado e Fernando Freitas

Internacionalização do real e do renminbi: faces da mesma moeda? 66
Júlia Leal

Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira 75
Luiz Macahyba, Dalton Boechat Filho, Norberto Montani Martins e Paula Marina Sarno

Taxa de lucro dos bancos no Brasil: uma análise dos seus componentes e de sua evolução no período 2015-2020 85
Norberto Montani Martins, Paula Marina Sarno, Dalton Boechat Filho e Luiz Macahyba

Uma análise sobre a evolução recente das Fintechs no Brasil 95
Elena Soihet e Talita Cardoso Ferreira

As agências de rating e o terrorismo do mercado financeiro frente às eleições presidenciais brasileiras 103
Pedro Lange Netto Machado

Crítica de cinema—Todos os que caminhos levam à Roma -Uma análise do filme de Alfonso Cuarón 109
Paulo Gonzaga M. de Carvalho

APRESENTAÇÃO

Carmem Feijo
Professora da Faculdade de Economia da UFF e coordenadora do FINDE/UFF
Adriano Vilela Sampaio
Professor da Faculdade de Economia da UFF e vice coordenador do FINDE/UFF

ÍNDICE

O ano de 2021 pode ser considerado tão dramático do ponto de vista socioeconômico para os brasileiros como 2020, início da pandemia. Apesar do avanço da vacinação e queda significativa dos óbitos por Covid-19 a partir do meio do ano, erros na condução da política econômica trouxeram o aumento da pobreza e da fome para grande parte da população.

A suspensão do auxílio emergencial no início do ano, a escalada da inflação que já alcançou os dois dígitos frente a uma política monetária pouco ou nada eficiente para combatê-la e a insistência na política de contenção fiscal com a regra do teto de gastos impedem a recuperação da atividade econômica e aumentam o grau de incerteza política e econômica. A previsão de um resultado fraco de crescimento do PIB em 2021 já contamina as previsões de crescimento para 2022. Vale lembrar que desde 2015 a economia brasileira não cresce o suficiente para recuperar o patamar do produto alcançado em 2014, e a consequência é a contínua deterioração das condições do mercado de trabalho, que quando apresenta pequena melhora é no ramo informal e de trabalho precário. O salário médio real está se contraindo e o endividamento das famílias aumentando, comprometendo o consumo privado. Com o corte sistemático dos gastos públicos, o consumo de bens de uso coletivo se contrai o que piora a qualidade de vida dos brasileiros. Com incerteza elevada pela disfuncionalidade da política macroeconômica, há saída de capitais e contínua depreciação cambial, o investimento privado não deslancha, e o investimento público hoje não cobre a depreciação do estoque de capital. A economia está encolhendo.

Perdemos nossa capacidade de crescer e as consequências mais nefastas são o aumento da desigualdade de renda e de riqueza e o acirramento do conflito distributivo. Some-se a isso o avanço do desmatamento e da destruição do patrimônio natural que, como estratégia de política da atual administração pública que nega na prática a existência de desequilíbrios climáticos, compromete de forma irreversível o futuro das próximas gerações.

O Boletim FINDE traz análises sobre aspectos importantes para entendermos nossa conjuntura, com destaque para o debate recente sobre o processo inflacionário e a política fiscal. Como sempre abordamos questões estruturais, questões de desenvolvimento local e as referentes à nossa inserção externa e ao avanço da financeirização e da desigualdade. Como novidade, este número traz uma resenha cinematográfica do aclamado filme ROMA.

Boa leitura!

A INFLAÇÃO BRASILEIRA DE 2020 E 2021 E AS LIMITAÇÕES DO REGIME DAS METAS DE INFLAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio
Professor da UFF e pesquisador do Finde/UFF
Maurício Andrade Weiss
Professor da UFRGS e pesquisador do Finde/UFF

ÍNDICE

Uma das frases mais repetidas desde o início da pandemia da Covid19 é que estávamos diante de um choque negativo simultâneo de oferta e demanda. Tal ênfase se fazia necessária porque há pelo menos um século, o mundo não passava por uma pandemia e seus efeitos econômicos não são triviais. A retomada do crescimento econômico, por exemplo, se torna muito difícil já que as restrições à mobilidade e a proibição de certas atividades dificultam ou impedem o consumo de certos bens e, especialmente, serviços.

Outro aspecto sobre o qual o choque de oferta e demanda tem fortes impactos é a inflação. Por um lado, a quase paralisia de certos setores, especialmente serviços, e a consequente recessão econômica, geram uma pressão baixista. Por outro, a intensa pressão por insumos de saúde e de equipamentos de proteção individual e, principalmente, o desarranjo de cadeias de produção, geraram uma pressão de alta.

O objetivo desta nota é analisar a inflação no Brasil desde a eclosão da pandemia até outubro de 2021 e como o regime de metas inflação (RMI) se mostrou insuficiente não apenas como política anti-inflacionária, mas também como política econômica. Busca-se aqui não uma crítica à condução do regime, mas de seu próprio desenho. Ademais, pretende-se mostrar que o desmonte do Estado em diferentes esferas e, particularmente, de controlar a inflação com o instrumental restrito do RMI, deixou o BCB sem opções de atacar a inflação de formas diferentes, inclusive sem ser bem-sucedido em evitar que os mais pobres fossem os mais penalizados pela alta nos preços.

A inflação brasileira desde a pandemia da Covid19

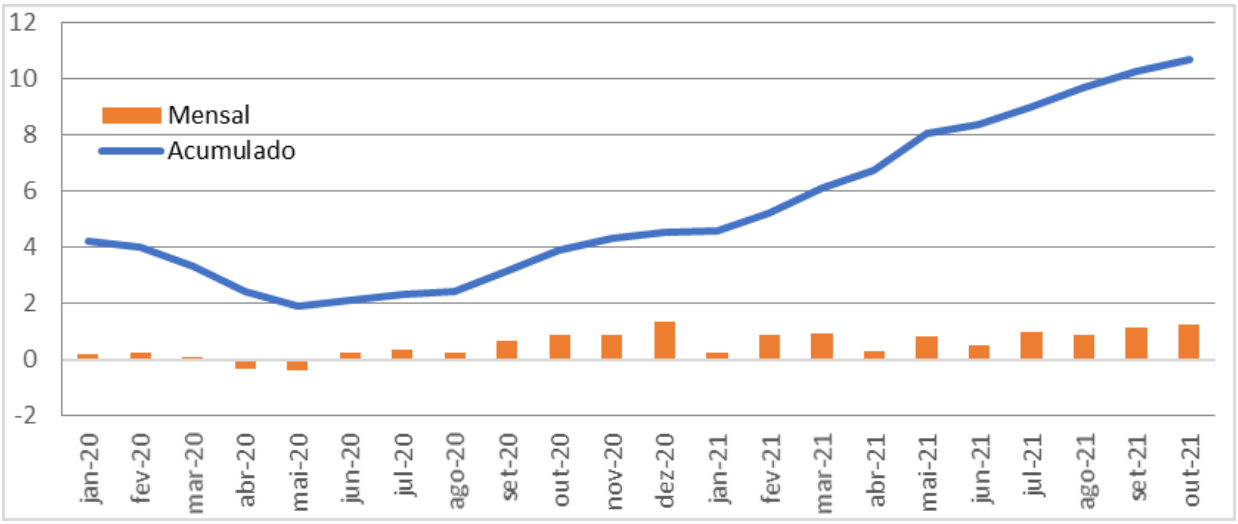
Nesta seção é feita uma análise da dinâmica da inflação brasileira desde o início da pandemia até os últimos dados disponíveis (outubro de 2021). O mais relevante aqui é mostrar, por meio de algumas decomposições, como a inflação "cheia" se mostrou um indicador ainda mais pobre que em tempos normais, especialmente no que se refere às classes mais afetadas pela elevação de preços.

Começando pelo Índice nacional de preços ao consumidor - Amplo (IPCA), o índice de referência para o regime de metas de inflação (RMI) brasileiro, mostrado na Figura 1em valores mensais e acumulados.

Como pode ser visto, com as primeiras medidas de restrições nos meses iniciais da pandemia, os efeitos foram baixistas, inclusive com deflação em abril e maio. Após agosto a taxa mensal se acelera de forma acentuada e em janeiro de 2021volta a cair, mas após abril de 2021 passa a apresentar tendência mais consistente de elevação.

Até agosto de 2020 a inflação acumulada ficou abaixo do piso da meta de 2020 (2,5%). Com a posterior aceleração, o índice fechou o ano em 4,52%, acima da meta de 4%, mas abaixo do teto

Gráfico 1 – IPCA mensal e acumulado em 12 meses (%)



Fonte: IBGE

(5,5%). No ano corrente (2021), a inflação acumulada sempre esteve acima da meta e desde março também acima do teto.

Sendo a taxa de juros o instrumento central da política monetária do RMI e dado que seus efeitos levam alguns trimestres para afetar a inflação, a autoridade monetária se baliza não pelos valores passados ou presentes, mas principalmente pelas expectativas. Com a pandemia e a esperada recessão, as expectativas para 2020 ficaram alguns meses abaixo do piso da meta, se elevaram a partir de junho e somente em dezembro ficaram (ligeiramente) acima da meta. Portanto, considerando os valores observados e as expectativas, o BCB tinha espaço para reduzir a taxa de juros, que passou de 5% a.a. em fevereiro de 2020 para 2% a.a. em junho/2020.

Para 2021, a média das expectativas acompanhou, em menor magnitude, a queda referente a 2020 e até janeiro de 2021 estava praticamente no centro da meta (3,4%). Foi a partir de março de 2021 que elas passaram a crescer de forma mais acelerada e desde fins de maio se situam acima do teto da meta. As expectativas para 2022 começaram a subir também a partir de março de 2021 e desde então se situam acima da meta de 3,5%, embora ainda dentro do intervalo superior[1]. Foi também em março de 2021 que o BCB iniciou o ciclo de alta de juros, que em novembro de 2021 já estavam em 7,75% a.a. Portanto, quando são consideradas as regras de atuação do banco central no RMI, pode-se dizer que o BCB agiu em conformidade a elas.

O quadro atual (novembro de 2021) de inflação e expectativas acima do teto, mostra que o BCB não conseguiu controlar a inflação, mas os motivos disso são tratados posteriormente.

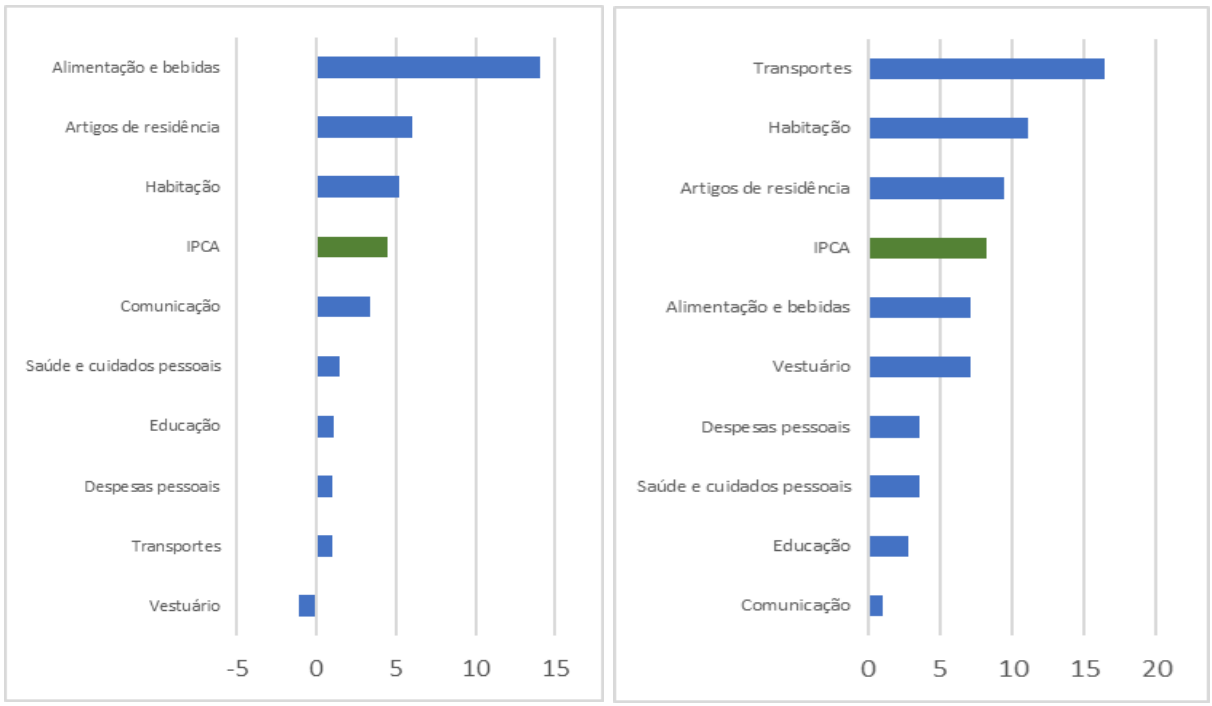
Inflação e seus componentes

A análise do índice "cheio", como a da seção anterior pode esconder detalhes relevantes, por isso é importante analisar os diferentes grupos. A figura 2 mostra as taxas de inflação acumuladas em 12 meses do IPCA e seus subgrupos.

No geral, levando em consideração todo o período de análise, se observa um predomínio de alta nos setores de alimentos, transportes e habitação e outros setores exercem pressões baixistas, tais como educação, despesas pessoais e vestuários. O grupo alimentação e bebidas foi o

[1] [1] Em 05/11/21 estavam em 4,7% a.a.

Gráfico 2 – Taxas de inflação acumulada em 12 meses dez/2020 e out/2021 (%)



Fonte: IBGE

único cujos preços variaram acima do IPCA desde o início da pandemia[2]. O setor de transportes, por sua vez, apresentou forte deflação entre fevereiro e maio de 2020, depois passou a acelerar, movimento que se exacerbou a partir de janeiro de 2021, o mesmo ocorrendo no grupo habitação. Ou seja, nesses meses, o índice geral "escondeu" uma forte alta em grupos que podem afetar mais as classes mais baixas.

Ainda sobre o grupo alimentação e bebidas, mesmo antes de o IPCA (e as expectativas) começarem a ultrapassar a meta, esse grupo, que representa bens da mais alta necessidade e com grande peso na cesta de consumo dos mais pobres, já apresentava altas taxas de inflação. Em novembro de 2020, por exemplo, o IPCA estava em níveis confortáveis (4,3% a.a.), enquanto a inflação de alimentação e bebidas chegava a quase 16% e alimentação no domicílio a 19,5%. Em termos de participação de cada grupo no IPCA, fica evidenciado que em 2020 o setor de alimentos teve a maior contribuição, já que registrou uma alta de 14,09%, sendo responsável por 2,73 pontos percentuais do total de 4,5% do IPCA. Em 2021 ocorre uma alteração nos fatores de maior pressão, enquanto, nos primeiros nove meses do ano, a alimentação acumula alta de 5,84%, a habitação sobe 9,93%, puxada pela energia elétrica residencial (28,82%) e botijão de gás (31,5%). A alta nos transportes é ainda mais intensa, acumulando alta de 13,46%, puxado pelos combustíveis (35,28%).

Embora a inflação de alimentos e bebidas historicamente se situe acima do IPCA, a diferença verificada no período recente foi a maior desde o início do RMI (junho de 1999). Desde então, a primeira vez que razão entre esse grupo e o índice cheio chegou a 3 foi em maio de 2020, mas a partir daí, isso ocorreu em outros oito meses, o que mostra a magnitude e o caráter

Se considerada a taxa acumulada no ano (não em 12 meses), em outubro de 2021 a taxa desse grupo estava abaixo do IPCA, indicando uma menor pressão.

duradouro da pressão sobre esse grupo tão relevante.

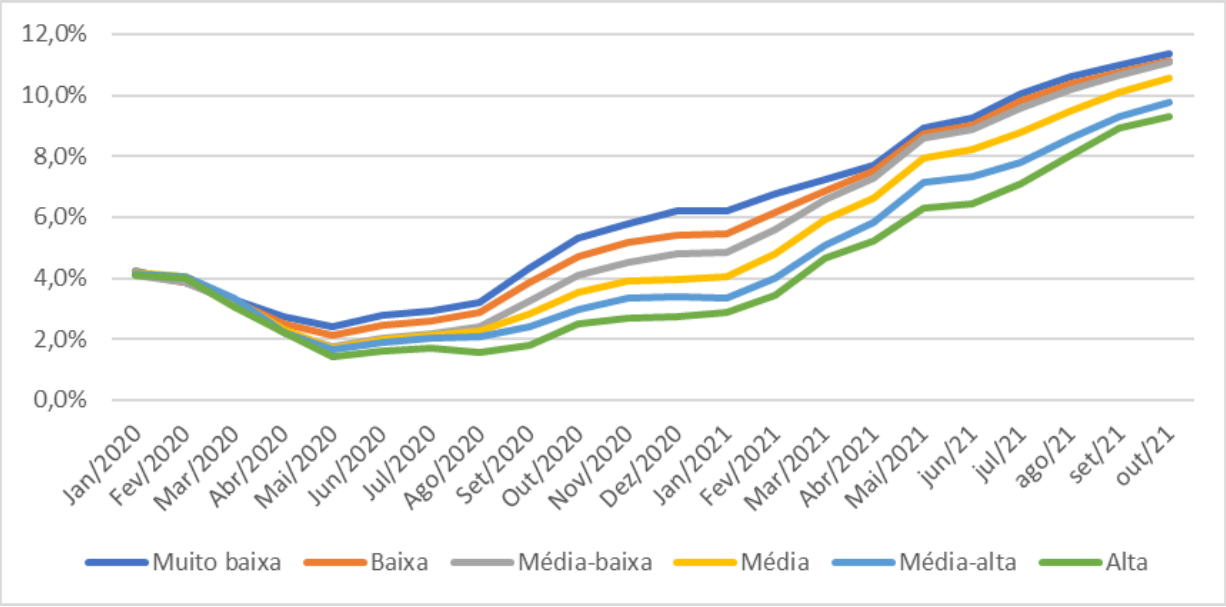
A inflação no grupo transportes tampouco pode ser negligenciada. Além de seu peso na atual estrutura de ponderação do IPCA ter superado ade alimentos, 21,41% contra 19,14%, ainda possui efeitos indiretos importantes. A predominância do modal rodoviário em nossa malha de transportes por exemplo, faz com que altas nos combustíveis, que chegaram a 42% no acumulado de outubro de 2021, pressionem os preços de fretes e, consequentemente, de um amplo grupo de produtos, inclusive alimentos. O efeito sobre o grupo de alimentos também se dá através dos impactos do gás natural sobre os fertilizantes, já que importantes insumos, como a amônia o utilizam na produção. A mesma lógica pode ser conferida para a energia elétrica, a qual afeta toda a cadeia produtiva e de armazenamento.

Como mencionado anteriormente, os alimentos têm maior peso na cesta de consumo de segmentos de menor renda e por isso estes são mais afetados pela alta de preços. Se na atual ponderação do IPCA o grupo alimentos passou a ser o segundo, na estrutura do INPC (que abrange famílias que recebem até 5 salários mínimos), ele se mantém a frente do setor de transportes, 21,45% contra 20,03%. A Figura 3 mostra isso de forma clara. Com o início da pandemia, a inflação para os diferentes grupos de renda começa a divergir, sendo mais acentuada para os menores níveis de renda.

Embora historicamente a inflação dos segmentos de menor renda sejam maiores, essa diferença nunca foi tão alta e duradoura. Entre agosto de 2020 e janeiro de 2021, a inflação do grupo de renda baixa foi pelo menos duas vezes maior que a do grupo de renda alta, sendo que o maior valor da série histórica nessa relação havia sido de 1,6. Reitera-se, portanto, que o período entre o início da pandemia e o fim de 2020 foi excepcional no que se refere aos impactos da inflação sobre os diferentes grupos da população.

Ao longo de 2021 essa diferença entre a inflação

Gráfico 3 – Inflação por faixa de renda (acumulada 12 meses)



Fonte: Grupo de Conjuntura/Dimac/Ipea

das rendas foi sendo reduzida, embora ainda permaneça significativa. Isso se deve, como mencionado acima, pelo arrefecimento da elevação dos alimentos e aceleração da inflação dos transportes e habitação, que atingem de forma mais ampla os diferentes níveis de renda. O gráfico acima é um exemplo flagrante de como uma política como o RMI pode negligenciar questões extremamente relevantes. Diferenças tão grandes nos índices dos diferentes grupos de renda não deveriam ser vistas como uma particularidade indesejável dentro do objetivo principal de cumprimento da meta. A meta de inflação em 2020 foi cumprida (ficou mais perto do centro que do teto da meta), mas desconsiderar seus efeitos sobre os diferentes segmentos de renda, mostra a limitação do RMI em tratar inflações que não sejam de demanda, tema que será abordado na próxima seção.

As causas da inflação no Brasil desde a pandemia

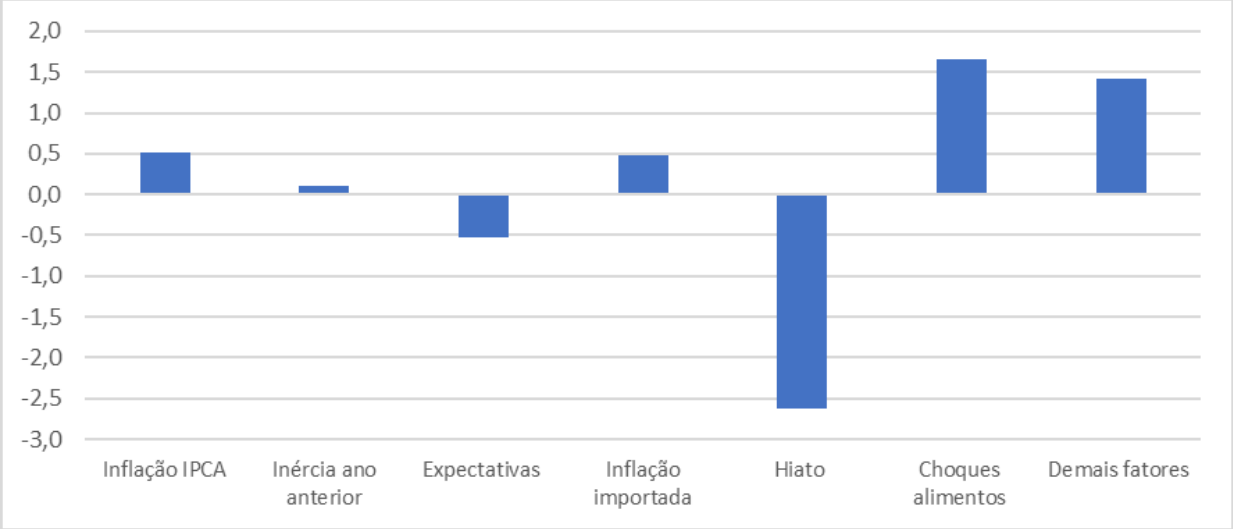
A figura 4 mostra a decomposição do desvio da meta de inflação em 2020 e fica claro que o hiato negativo (efeito direto da recessão) respondeu por boa parte da pressão baixista enquanto o choque de alimentos foi o item de maior pressão no sentido contrário.

De acordo com os relatórios de inflação de dezembro de 2020 (BCB, 2020) e março de 2021 (BCB, 2021a), a alta da inflação de alimentos está ligada a três fatores principais: alta nos preços de commodities, desvalorização cambial e demanda aquecida (por conta de programas de transferência de renda).

Sobre o último elemento, a adoção dos programas de transferência de renda são mais que justificados. Como o enfrentamento da pandemia passa por medidas de isolamento, milhões de pessoas perderam suas fontes habituais de renda e programas como o Bolsa Família e o Auxílio Emergencial eram uma questão de sobrevivência. E uma elevação de juros não faria sentido, pois, de forma geral, o cenário recessivo exercia influência baixista sobre a inflação. Os outros dois elementos são fatores de oferta e estão interrelacionados, pois a desvalorização cambial reforça os efeitos de alta dos preços das commodities, mostrada na figura abaixo.

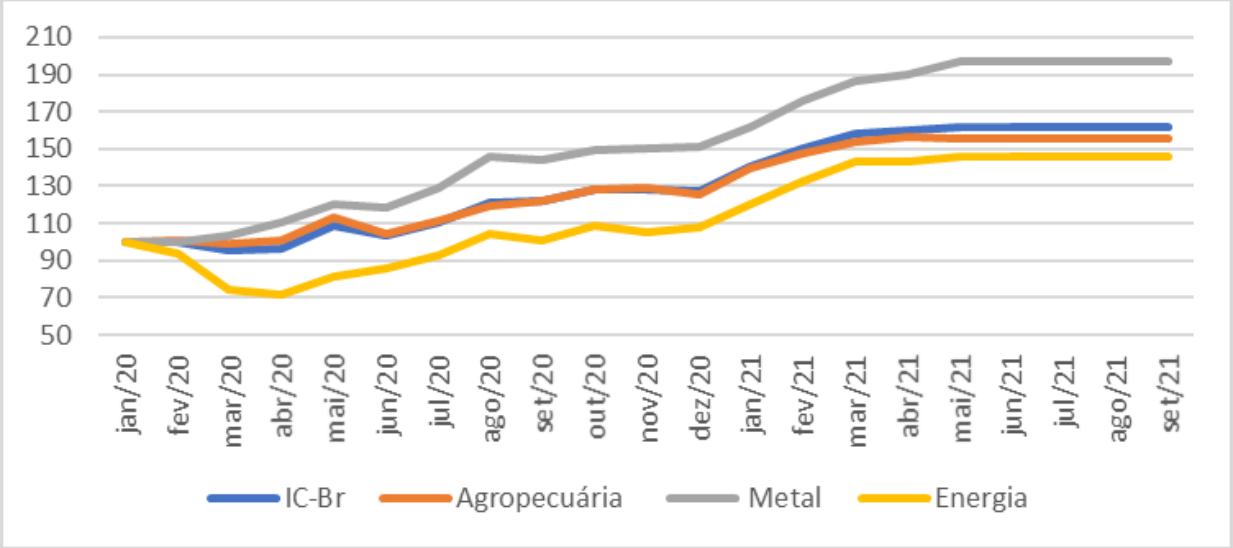
Como pode ser observado, há uma tendência de uma nova alta nas commodities em geral a partir

Gráfico 4 – Decomposição do desvio da meta de inflação de 2020 (p.p.)



Fonte: Relatório de inflação BCB 12/2020

Gráfico 5 - Preços de commodities (jan/2020=100)



Fonte: BCB

de 2021. Neste ponto pretende-se enfatizar a questão da alta de energia e mais especificamente de combustíveis. No momento em que o mundo passava por forte restrição de movimentação e até mesmo *lockdown* em diversos países do hemisfério norte, certos contratos de futuros do petróleo chegaram a atingir patamares negativos e os preços do petróleo caíram vertiginosamente. Com isso, a Opep+ optou por reduzir a produção e mais recentemente mantém um plano de lento aumento de produção, com a justifica de temor de uma quarta onda, mesmo após pressões de importantes países para retomada da produção ao patamar pré-pandemia (Reuters). Soma-se a isso a retomada da atividade econômica acelerada na Ásia e posteriormente em outros países desenvolvidos, juntamente com redução de oferta de outras fontes de energia, como a eólica, que pressionou a demanda por petróleo. A combinação desses aspectos tem feito com que a produção global de petróleo venha aumentando em torno de seis vezes menos que a demanda (AA Energy).

Esses fatores refletiram na alta no preço do petróleo ao longo de 2021. O Petróleo Brent[3] inicia o ano em US$ 51,1 chegando a US$ 82,4 no último dia de referência do presente artigo, 05 de novembro, uma alta de 61,2% e ainda sem um indicativo claro de queda na cotação.

Pela atual política da Petrobras, os preços domésticos seguem o preço da paridade de importação, então esse aumento na cotação do petróleo é repassado para os preços dos combustíveis no país. Quando se compara os três trimestres de 2021 com os mesmos trimestres de 2020, o preço do Petróleo Brent subiu 65,9% e o preço de venda no Brasil subiu praticamente o mesmo montante: 65%. Na mesma base de comparação, os preços dos derivados básicos em reais subiram 58%. A política de repasse de preços internacionais também se aplica ao gás, que vem pressionando os gastos residenciais.

Resta tratar brevemente da questão dos gastos residenciais que são puxados pelo preço do gás e da energia elétrica. Para o primeiro caso, a Petrobras mantém a estratégia de repasse dos

[3] Os preços foram retirados do site Investig.com.

preços internacionais. Já a questão da energia elétrica está principalmente relacionada ao aumento nas tarifas de energia, decorrente do acionamento das térmicas (mais caras que as hidrelétricas). Se não bastasse a regra de bandeiras tradicional, criada em 2015, recentemente foi criada a bandeira Vermelha 2, de Escassez Hídrica. A efeito de comparação, a bandeira Amarela significa um adicional (por 100kWh) de R$ 1,874, a Vermelha R$ 3,971, a vermelha 2 de R$ 9,49 e a de Escassez Hídrica, R$ 14,20. Ademais, entre maio e julho de 2021 ocorreram reajustes anuais nas companhias elétricas.

Com o início da pandemia, a inflação para os diferentes grupos de renda começa a divergir, sendo mais acentuada para os menores níveis de renda.

No que tange à taxa de câmbio, o ano em que se observou a maior desvalorização foi em 2020, cuja taxa média foi 30,7% mais alta que a média do ano anterior. Contudo, com a recessão e a baixa internacional nos preços dos combustíveis, seu repasse ficou limitado. De todo o modo, possivelmente o aumento dos alimentos e o próprio IPCA teriam sido mais baixos caso a desvalorização tivesse sido menor.

Historicamente, altas nos preços de *commodities* são neutralizadas (ou ao menos amenizadas) por valorizações cambiais, já que o país é exportador desses bens, mas na primeira metade de 2021 o câmbio se desvalorizou a agravou o efeito inflacionário da alta internacional (BCB, 2021b). Nos meses recentes, no entanto, a pressão sobre o câmbio se arrefeceu quando se compara com o mesmo período do ano anterior, por exemplo, entre outubro de 2020 e 2021, a taxa média ficou praticamente estável, uma queda de 0,02%. Contudo, em termos mensais, se observa uma alta acentuada em outubro frente a setembro. Ademais, como visto, a depreciação não foi significativa para a alta dos combustíveis no período em questão e possui pouca relação com os aumentos tarifários das bandeiras de energia elétrica. Desta forma, a taxa de câmbio não parece estar entre as principais fontes de inflação no acumulado de dez meses em 2021.

Inflação na pandemia e o RMI

Como mostrado na seção 1.1, a ação do BCB no combate à inflação se deu dentro das regras do RMI. Até o ponto em que as expectativas de inflação estavam ancoradas, ele reduziu as taxas de juros e quando elas passaram a ficar acima da meta, iniciou-se um ciclo de elevação. No arcabouço do RMI, em casos de choques de oferta, a autoridade monetária só deveria agir se esses se mostrassem duradouros e se disseminassem por outros segmentos. Neste caso, o BCB parece ter subestimado a magnitude e persistência dos choques, principalmente da forte desvalorização cambial de 2020, ou seja, mesmo se considerando a operacionalização dentro dos preceitos do RMI, a ação do BCB pode ser questionada. O argumento aqui, no entanto, é de que o problema não foi a condução do RMI pelo BCB, mas o próprio desenho do regime. Ademais, argumenta-se que o desmonte do Estado em diferentes esferas e, particularmente, de controlar a inflação com o instrumental restrito do RMI, limitou o raio de ação do BCB em particular e do governo em geral para combater a inflação.

Começando com a questão de agir ou não para combater choques de oferta, em um país de renda média e alta concentração de renda e riqueza como o Brasil, deixar que a população mais vulnerável seja a mais atingida pela inflação em um momento de grande severidade não parece correto. Particularmente, a inflação de alimentos deveria ter sido combatida com maior vigor e urgência, independentemente do cumprimento da meta e/ou da ancoragem das expectativas, já que ela tem impacto pronunciado sobre os mais

pobres. Agir sobre grupos específicos de bens, em detrimento do índice de referência, implicaria necessariamente se desviar do RMI e adotar uma ação bem mais discricionária do que prevê sua operacionalização.

Além disso, esse combate, não poderia ser feito pelo instrumento tradicional do RMI, a taxa de juros. Primeiro porque ela só afeta pressões advindas do lado da demanda. Segundo, porque seus efeitos são lentos e prejudicam a atividade econômica, que já vinha sendo severamente afetada. Possíveis ações para combater não só o choque de alimentos, mas algumas das principais causas da inflação do período recente (conforme apontadas na seção 2) e de quais efetivamente poderiam ser usados no atual contexto são exploradas a seguir.

Em relação à inflação dos alimentos, uma opção seria usar estoques reguladores para estabilizar preços. No entanto, o que se viu desde 2015 foi o virtual abandono da política nacional de estoques reguladores. Segundo dados da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab), em março de 2015, os principais produtos (arroz, milho, feijão, café e trigo) somavam estoques de 1,9 milhões de toneladas, em março de 2020, início da pandemia, pouco mais de 263 mil toneladas.[4] As reservas de feijão, por exemplo, estão zeradas desde 2017. Ou seja, na prática, o governo não teria condições de adotar uma política dessa natureza, porque renunciou a ela há alguns anos, foi uma limitação autoimposta.

Os preços dos combustíveis, por ser um grupo de grande difusão na economia, têm sido um dos principais agravantes da inflação em 2021. Dada essa importância, o governo não deveria ter abdicado de ter algum controle sobre eles, mais especificamente, a política de preços de combustíveis deveria prever períodos de acomodação da variação de preços internacionais, como era feito anteriormente com a Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (CIDE). É preciso manter a saúde financeira e capacidade de investimento da Petrobras, mas a política atual significa desistir de controlar um preço chave da economia. Novamente, se trata de uma opção de não ter um instrumento de política.

O mesmo vale para as tarifas de energia, outro "vilão" da inflação de 2021. A majoração de tarifas pelo acionamento das termelétricas ocorre por conta dos maiores custos. Uma opção seria, como no caso dos combustíveis, constituir um fundo nos períodos de menor custo para ser usado quando estes se elevassem. Em casos de possível escassez de energia, como em 2021, políticas de elevação de preços e mesmo racionamento podem se fazer necessárias, o mesmo para o incentivo a energias limpas, mas a inclusão das últimas duas tarifas está ligada somente aos custos, não à sustentabilidade da matriz energética ou mesmo ao incentivo para redução do consumo, já que são patamares muito acima da bandeira vermelha. Tanto no caso dos combustíveis como no da energia, o que se vê são políticas que privilegiam o lucro em detrimento do uso de estatais como instrumentos de política econômica.

A própria estrutural industrial condiciona a capacidade do controle da inflação. Os gargalos nas cadeias de produção global desde o início da pandemia, que podem se estender até 2023 (Valor), por exemplo, acabam afetando mais os países cujas cadeias produtivas têm grande dependência de bens importados. Não se defende que o país busque autossuficiência em todos os bens e sim que mantenha uma estrutura industrial e capacidade de inovação mínimas, que permitam responder de forma eficiente a diferentes demandas, como bens de EPI e vacinas em uma pandemia. E que o Estado tenha capacidade de mapear e agir de forma coordenada para evitar

[4] Em outubro de 2021 (últimos dados disponíveis), o total era de 57.976 toneladas.

rupturas nas cadeias domésticas. A busca por maior resiliência nas cadeias produtivas, internalizando setores e revertendo cadeias globais de valor, o chamado *reshoring*, tem sido uma tendência mesmo antes da pandemia (UNCATD, 2020).

Medidas discricionárias temporárias como isenções tributárias e taxação de exportações de bens essenciais também poderiam ser usadas em momentos de rápida elevação de preços, principalmente quando os mais pobres são os mais afetados.

Uma outra forma de controle da inflação teria sido a intervenção para reduzir a forte depreciação cambial deflagrada com a pandemia (27,1% entre fevereiro e maio de 2020), dado que a taxa de câmbio é apontada como o principal mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil[5]. Se, por um lado, o BCB agiu corretamente em não elevar os juros, por outro, o país dispunha de expressivos estoques de reservas internacionais e poderia ter feito uso de *swaps* cambiais, instrumentos considerados *market-friendly*. A opção do BCB, no entanto, foi de intervir aquém de sua capacidade, principalmente quando se considera o volume proporcionalmente baixo de reservas utilizadas.

Vale observar que a alta recente ocorre justamente após as maiores elevações na taxa de juros, o que evidencia a complexidade da relação juros e câmbio no Brasil, principalmente pelo real possuir um mercado de derivativos cambiais muito superior ao à vista. Cabe ainda frisar que o país tem acumulado saldos positivos no balanço de pagamentos. Ademais a possibilidade de adiar indefinidamente a internalização de recursos de exportação faz com que haja uma divergência entre o saldo exportador e os efeitos sobre o câmbio (ou, entre câmbio contratado e "embarcado").

A restauração da autonomia de política econômica passa pela adoção de mecanismos de gestão de fluxos de capitais (que abrangem medidas macroprudenciais e controles de capitais). Entretanto, a adoção de tais instrumentos em momentos de turbulência pode até mesmo acelerar os fluxos de saída, principalmente se os controles não forem bem desenhados. Essa estratégia deve ser pensada não como casuística, que vise apenas a mitigação de crises, mas como duradoura, pois teria o potencial de reduzir os "surtos" de entrada e saída de capital e, assim, dar mais estabilidade à taxa de câmbio ao longo do tempo e uma maior capacidade de intervenção pelo BCB. A maior estabilidade da taxa de câmbio deve ser uma prioridade, seu uso como instrumento anti-inflacionário, não. A manutenção de uma taxa sobrevalorizada tem efeitos perversos no médio e longo prazo e a defesa que se faz aqui de seu uso deve à falta de capacidade e/ou disposição de usar outros instrumentos.

O que se defende é que o controle da inflação deva lançar mão de políticas de diferentes naturezas, inclusive fiscais, e da coordenação entre diferentes órgãos do governo, atuando também do lado da oferta.

Considerações Finais

Desde a deflagração da pandemia, o Brasil vem experimentando altas localizadas e, mais recentemente, generalizada dos preços. A análise, para além dos índices "cheios", mostra que a dinâmica da inflação tem sido bastante perversa, já que a alta em grupos como alimentos tem sido forte e duradoura. Neste artigo, buscou-se mostrar que o RMI é insuficiente como política anti-inflacionária e que novos instrumentos devem ser buscados. De forma geral, as medidas expostas na seção 3, especialmente pelo caráter

[5] Ver Serrano (2010) e Pimentel, Luporini e Modenesi (2016)

discricionário destas, vão de encontro à própria lógica RMI, um regime via regras. Outros aspectos caros ao RMI são o uso de um único instrumento, a taxa de juros, e sua condução por um banco central independente. O que se defende é que o controle da inflação deva lançar mão de políticas de diferentes naturezas, inclusive fiscais, e da coordenação entre diferentes órgãos do governo, atuando também do lado da oferta. Ao agir de forma isolada e somente via taxa de juros, o banco central tem que usar uma dose excessiva de um remédio pouco eficaz e que compromete o crescimento.

O abandono da política de estoques reguladores é ilustrativo de como o gradual desmonte dos mecanismos de intervenção estatal pode deixar o governo de mãos atadas em períodos em que sua ação é imprescindível. Essa limitação de instrumentos, no entanto, não é algo "natural", mas sim, resultado de anos de desmonte deliberado dos instrumentos de ação do Estado, uma limitação autoimposta. A solução passa, portanto, pela ampliação da atuação do Estado e por um banco central que aja de forma coordenada a outros órgãos e que seja independente não do interesse público, mas dos privados.

Vale notar que a alta recente dos preços da energia elétrica está ligada a uma crise hídrica e que, com as mudanças climáticas, aumentam as chances de eventos extremos (secas, inundações, recordes de altas e baixas temperaturas etc.). Esses eventos extremos podem tornar ainda mais difícil o controle da inflação no futuro, pois tendem a gerar mais choques de oferta, queda de produtividade, deslocamento de culturas, entre outros problemas (Valor). A ação estatal, portanto, é condição necessária (embora insuficiente) para o enfrentamento da questão climática, mais um motivo pelo qual a ampliação e não a redução do papel do Estado tem que estar na ordem do dia.

Durante boa parte de 2020, o quadro foi de queda de renda e taxas de inflação significativamente mais altas para as classes mais baixas e em um grupo tão sensível como o de alimentos. Diante disso, se guiar somente pela meta de inflação mostra uma insensibilidade injustificável, o urgente seria resguardar o poder de compra e a segurança alimentar das classes mais fragilizadas. Cumprir a meta e deixar a inflação de alimentos subir tanto em um contexto tão adverso é repetir a valha máxima de que a economia vai bem, mas o povo vai mal.

Referências

BCB (2020). Relatório de Inflação, vol. 22, n.4, dezembro.

BCB (2021a). Relatório de Inflação, vol. 23, n.1, março.

BCB (2021b). Relatório de Inflação, vol. 23, n.3, setembro.

PIMENTEL, D.M.; LUPORINI, V; MODENESI, A.M. (2016) Assimetrias no repasse cambial para a inflação: uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). **Estudos Econômicos,** São Paulo, v. 46, n. 2, p. 343-372.

SERRANO, F. (2010). Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, 30 (1).

UNCTAD (2020). World Investment Report 2020. International Production Beyond the Pandemic. New York: United Nations.

A INFLAÇÃO BRASILEIRA EM 2021: AÇÕES LIMITADAS E EQUIVOCADAS PARA UMA INFLAÇÃO DE CUSTOS

Linnit Pessoa
Doutoranda na UFF e pesquisadora do FINDE/UFF
Eduardo Mantoan
Doutorando na UFRJ e pesquisadora do FINDE/UFF
Júlia Leal
Doutoranda na UFRJ e pesquisadora do FINDE/UFF

ÍNDICE

Historicamente, a inflação é uma das maiores preocupações econômicas do Brasil. O período inflacionário vivido desde os anos 1980 e suas consequências deletérias marcaram a vida das famílias brasileiras. As incertezas eram grandes, os preços eram remarcados diariamente e os diversos planos de estabilização, realizados por diferentes governos, marcaram o período. Dentre estes, o mais exitoso foi o Plano Real, de 1994, cujas medidas adotadas no arcabouço do plano de estabilização foram bem-sucedidas no objetivo de reduzir a inflação. Agora, anos depois, com o país convivendo com uma aceleração dos preços, o fantasma da inflação assombra novamente, ainda que em patamares bem menores.

Ao menos desde 2015, e mais intensamente desde o governo de Michel Temer, o dogmatismo ortodoxo dominou as estratégias de políticas econômicas do Brasil e tem implicado entrave ao desenvolvimento econômico e, mais recentemente, no combate à alta inflação. Mesmo com todos os indicadores apontando para um processo inflacionário derivado de pressões nos custos, insistem que o determinante é um "descontrole das contas públicas", causado pelo aumento dos gastos durante a pandemia. De forma paradoxal, o Copom vem promovendo aumentos consecutivos na taxa Selic, mas pode-se dizer que o impacto na inflação é nulo, uma vez que este índice aumenta a cada mês. Enquanto isso, o crescimento econômico fica comprometido pelos efeitos dos juros mais altos.

Isto posto, o presente artigo pretende fazer um panorama sobre a inflação brasileira, desde o seu controle no âmbito do Plano Real até sua recente aceleração em 2021, mostrando indicadores e dados recentes de preços básicos que validam o diagnóstico de inflação de custos. Esta interpretação indica que o combate à inflação recente tem sido ineficaz porque o governo se limitou ao diagnóstico *mainstream* institucionalizado de elevação de juros e não agiu com medidas mais amplas e eficazes para conter a inflação de custos.

1. O Plano Real e as políticas de estabilização de preços

Ao longo da década de 1990 o Brasil enfrentou importantes transformações nos âmbitos político e econômico. Em meio a um contexto de adesão ao neoliberalismo e à globalização, a alta inflação que o país enfrentou por anos foi se tornando um empecilho político, fazendo os governos proporem diversos planos de estabilização de preços. Neste aspecto, o Plano Real de 1994 foi o mais bem sucedido, uma vez que conseguiu reduzir a inflação para níveis médios de 9,5% a.a. entre 1995 e 1999, de acordo com o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Diferentemente dos planos anteriores que adotaram congelamento temporário de preços, o Plano Real baseou-se na criação da Unidade Real de Valor (URV) para combater o caráter inercial da inflação brasileira. A URV funcionou como uma "quase-moeda", isto é, operava apenas como

unidade de conta, não exercendo as funções de meio de troca e reserva de valor. Seu objetivo era alinhar os preços relativos através do convívio de duas "moedas" – a URV e o Cruzeiro Real.

O Plano Real implementou uma política monetária restritiva, com a desindexação de contratos, um regime de minibandas cambiais e o uso de taxas de juros básicas elevadas para controlar a demanda interna e atrair capitais (Bresser-Pereira e Nakano, 2002). No entanto, com a eclosão dos ataques especulativos ocorridos no México (1994), Leste Asiático (1997) e na Rússia (1998) e seu efeito contágio nas demais economias emergentes, a economia brasileira se viu diante de uma forte retração de capitais estrangeiros e maiores dificuldades para equilibrar seu balanço de pagamento, uma vez que a âncora cambial provocou a deterioração do saldo em transações correntes devido à apreciação da moeda.

Com as crises especulativas, o governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) foi forçado a abandonar a âncora cambial, passando a adotar um *regime de câmbio flutuante* a partir de 18 janeiro de 1999[1]. Para atrair capitais, o governo elevou a taxa de juros básica, contraindo a atividade econômica e reprimindo a demanda interna, gerando um problema fiscal. A resposta do governo para a questão fiscal foi perseguir metas de superávit primário, solidificando a ideia de a política fiscal ser uma "fiadora" da estabilidade macroeconômica via garantia da "sustent-abilidade" da dívida pública, além de ancorar as expectativas dos agentes e ser um sinônimo de credibilidade (Arantes e Lopreato, 2017).

Tomado pelas políticas de câmbio flutuante e metas de superávit fiscais, o governo de FHC lança uma terceira política relevante em junho de 1999, com a adoção de um Regime de Metas de Inflação (RMI), como principal âncora para controle da inflação, conforme descreve Barbosa-Filho (2008). O objetivo desta política foi ancorar as expectativas dos agentes em relação à inflação futura e presumia que a autoridade monetária teria credibilidade suficiente para fazer convergir a inflação corrente para a meta pré-determinada. Segundo Montes e Feijó (2009), o Brasil optou por uma estratégia de metas de inflação de cunho mais estrito (*strict inflation targeting)*, já que previa prazos curtos e o uso da taxa de juros praticamente como único instrumento de ajuste. Mas, para os autores, o uso "insistente" dos juros passou a gerar enorme volatilidade nos juros, formando um ambiente desfavorável para as decisões de investimento em ativos fixos e resultando em baixo crescimento.

Qual será o efeito de mais uma elevação da taxa básica de juros? Certamente será acentuar a tendência de desaceleração na economia e de piora no mercado de trabalho.

Mais tarde, esse arranjo de políticas econômicas ficou conhecido como "tripé da política macroeconômica brasileira", já que sustentava um modelo de desenvolvimento econômico baseado em *câmbio flutuante, metas de superávit fiscal primário e metas rígidas de inflação*, que guiam a gestão da política econômica no país até os dias atuais. Nesse arranjo, o combate à inflação é prioritário. O arcabouço teórico por trás destas políticas, estabelecido por décadas como um consenso da macroeconomia *mainstream*, entende que o núcleo da inflação é predominantemente produzido por pressões de demanda e que a demanda é sensível às variações na taxa de juros básicas (Teixeira e Missio, 2011). Assim, neste quadro analítico, se justifica o uso dos juros básicos como principal instrumento de política monetária e de combate à inflação.

Bresser-Pereira e Nakano (2002), de forma pioneira, argumentam que a manutenção rígida do "tripé" poderia ser um empecilho para os

[1] Comunicado nº. 6.565 do Banco Central do Brasil.

objetivos de desenvolvimento do país, dado que colaborava com a dinâmica de flutuação cíclica na economia. Nassif (2015), mais recentemente, acrescenta que este modelo de política econômica tem se mostrado contraproducente para assegurar, simultaneamente, crescimento sustentável e estabilidade de preços, já que traz deformações no tecido produtivo doméstico[2], além de estar inadequado ao ambiente de elevada incerteza.

A interpretação da inflação como um fenômeno predominantemente produzido por pressões de demanda é teoricamente referenciada na ortodoxia econômica. Em direção oposta está a interpretação das abordagens heterodoxas, como a pós-keynesiana e a estruturalista, que identificam o processo inflacionário como sendo gerado, na maioria dos casos, por problemas do lado da oferta da economia, e não da demanda (Braga, 2013). Assim, a inflação se dá como fenômeno ligado a fatores estruturais e institucionais, em que a formação de preços dos bens e serviços são influenciados pelo comportamento dos preços básicos e dos custos de produção, como salários nominais, câmbio, lucro e insumos básicos – além de ser moldado por um conflito distributivo. Portanto, partindo deste diagnóstico alternativo, esta abordagem propõe que o controle eficaz da inflação exige medidas amplas e diversas, isto é, não somente o uso insistente das taxas de juros que, como veremos, tem sido a estratégia dominante das autoridades econômicas brasileiras na recente escalada da inflação no país.

Um panorama da inflação brasileira recente

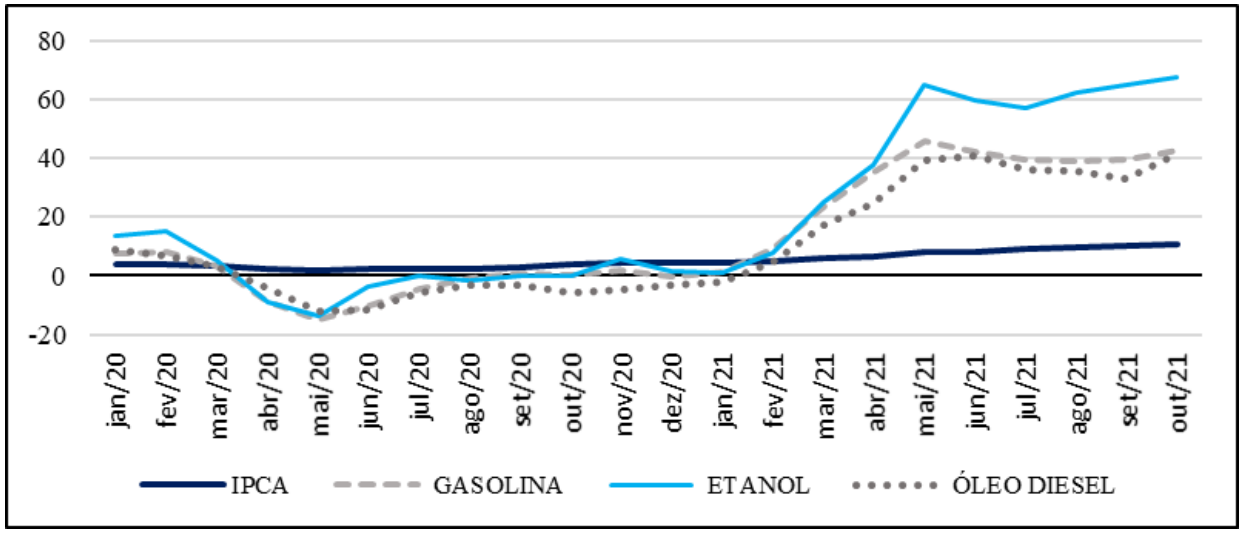
Conforme divulgado pelo IBGE, o IPCA do mês de outubro de 2021 apresentou alta de 1,25%, a maior variação para o mês desde 2002 (1,31%), atingindo 10,67% no acumulado de 12 meses. Em 2021, o índice oficial de inflação já acumula uma alta de 8,24% no ano, superando o limite superior da meta (5,25%). Até a edição deste artigo, o último Boletim Focus divulgado pelo Banco Central (05/11/2021) mostrava que a previsão do mercado é que o IPCA feche o ano em 9,33%, estimativa que vem aumentando a cada semana. Os dados segregados do IPCA mostram que o atual momento inflacionário no Brasil aponta para uma inflação de custos. Vamos aos fatores que validam esse diagnóstico.

O grupo Transportes teve o maior impacto (0,55 p.p.) no índice de inflação, seguido de Alimentação e bebidas (0,24 p.p.). Habitação teve um impacto de 0,17 p.p. A alta nos transportes é resultado do aumento nos preços dos combustíveis, como a gasolina, óleo diesel, etanol e gás veicular (Gráfico 1). O gás mais caro é reflexo do aumento nos preços do petróleo e da desvalorização do real. A elevação nos custos de produção chega até os consumidores através do aumento dos combustíveis e, como o petróleo é a matéria-prima do gás, esse aumento também chega aos lares brasileiros. O petróleo é cotado em dólar e a desvalorização do real frente à moeda norte-americana é mais um componente no encarecimento do gás.

O aumento no grupo Alimentação e bebidas (Gráfico 2) foi puxado pela alta do tomate, batata -inglesa, café moído, frango e queijo. Desde o início de 2021, o aumento nos preços das *commodities* agrícolas utilizadas pela indústria alimentícia vem pressionando os custos de produção de alguns alimentos. Com os preços em alta e a desvalorização do real, o setor exportador brasileiro passou a priorizar o comércio internacional, provocando um desabastecimento interno, que contribui para os elevados preços nos principais itens da cesta básica.

[2] Feijó e Lamonica (2012) apontam que o efeito combinado de altas taxas de juros real e câmbio valorizado têm colaborado para o processo de desindustrialização precoce no Brasil, tornando a pauta exportadora majoritariamente concentrada em produtos primários e commodities industriais baseadas em recursos naturais.

Gráfico 1 – Inflação acumulada em 12 meses – geral e combustíveis (IPCA)

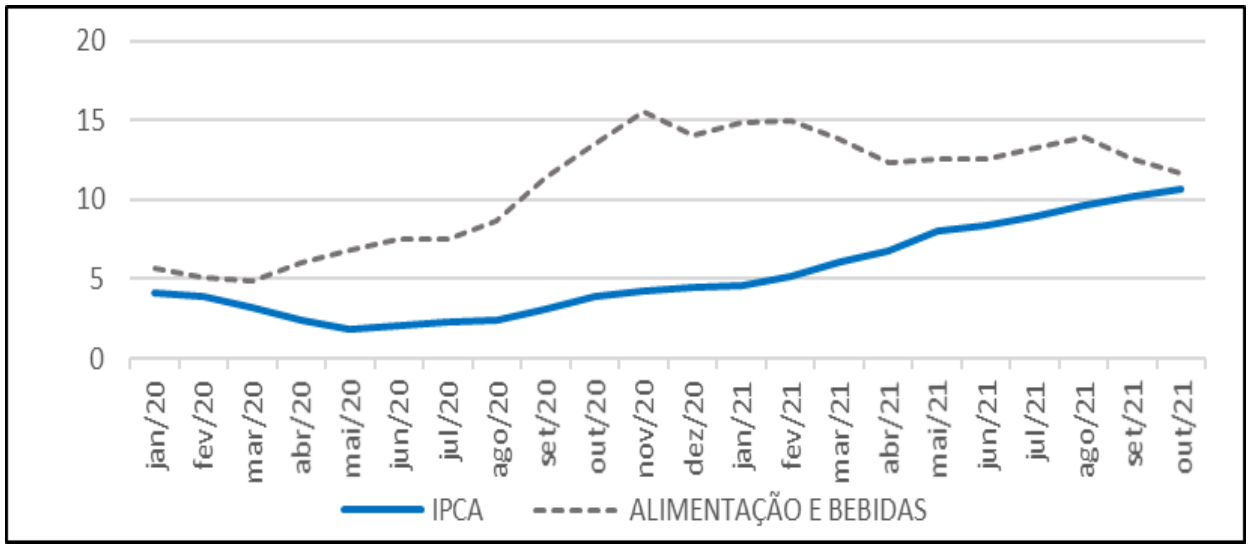


Fonte: IBGE

O grupo Habitação teve um impacto significativo também, puxado pelo aumento da energia elétrica e dos preços do gás de botijão e encanado (Gráfico 3). O Brasil enfrenta uma das piores crises hídricas da história, com volumes de chuva extremamente baixos, e a cobrança adicional provocada pela adoção da bandeira vermelha vinha desde junho pesando na conta de luz, além de reajustes tarifários adotados por algumas cidades. Em setembro, entrou em vigor a bandeira tarifária "escassez hídrica", que cobra R$ 14,20 a cada 100 kWh consumidos, 49,60% maior que o valor tarifário anterior da bandeira vermelha patamar 2 (R$ 9,49). Em outubro, a bandeira "escassez hídrica" foi mantida.

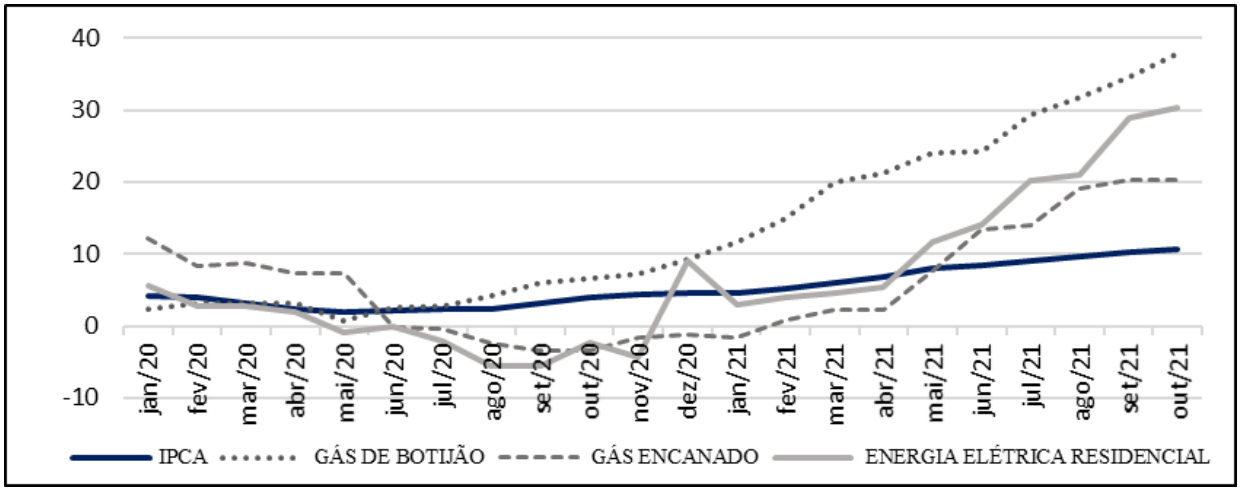
Portanto, os dados mostram que a inflação atual é decorrente de determinantes relacionados a custos, e não à demanda ou "descontrole das contas públicas". Em sua última reunião (27/10/2021), o Copom aprovou o aumento da Selic para 7,75% a.a., a maior taxa desde outubro de 2017, e já antevê novo aumento de 1,5 p.p.. A justificativa é ancorar as expectativas

Gráfico 2 – Inflação acumulada em 12 meses – geral e item selecionado (IPCA)



Fonte: IBGE

Gráfico 3 – Inflação acumulada em 12 meses – geral e itens selecionados (IPCA)



Fonte: IBGE

inflacionárias para fazer a inflação convergir para a meta. O arcabouço conservador que ainda guia a nossa política econômica insiste no aumento da taxa de juros como único instrumento para combater a inflação, independente de sua verdadeira causa.

Qual será o efeito de mais uma elevação da taxa básica de juros? Certamente será acentuar a tendência de desaceleração na economia e de piora no mercado de trabalho. A desaceleração da inflação poderá vir em 2022 à custa do agravamento da recessão. Sob o manto da literatura ortodoxa, hoje bastante anacrônica, pouco importa se famílias mais vulneráveis passam fome, permaneçam desempregadas e endividadas. Como veremos, é essa parcela da população que mais sofre com os efeitos da inflação.

A ineficácia e os efeitos perniciosos dos mecanismos usados para controlar a inflação atual

Como foi mostrado, atualmente o Brasil enfrenta um cenário de inflação de custos, não de demanda. O uso dos juros como único instrumento para controlar a inflação pressupõe que reduzir a demanda promoveria um efeito de redução de preços. Contudo, o aumento dos juros (e/ou redução do gasto do governo) e a tentativa de reduzir a demanda têm efeitos mínimos para controlar uma inflação custos, e traz efeitos deletérios na atividade econômica e para a vida da população.

Comecemos pelo que diz respeito ao aumento da taxa de juros. Um dos canais de pressão inflacionária atual decorre da elevação dos preços do petróleo. A política de paridade com o mercado internacional (vigente a partir de 14 de outubro de 2016) repassa integralmente e uma vez por mês as variações externas do preço do petróleo para o mercado doméstico. Isso afeta o preço dos combustíveis e pressiona a cadeia de distribuição, afetando toda a cadeia produtiva. Desse modo, aumentar a taxa de juros não resolverá esse problema, uma vez que não decorre de pressões de demanda.

Outro canal de pressão inflacionária se dá através do forte aumento das tarifas de energia elétrica. Esse é outro fator que o aumento da taxa de juros não é capaz de reverter, uma vez que decorre da crise hídrica. O governo poderia atuar de forma a compensar o efeito da crise se não houvesse tantas amarras fiscais, subsidiando o uso de outras fontes de energia, compensando a elevação

desse custo e evitando que esse aumento se alastre para os preços. Isto é, ao contrário do que propõe o diagnóstico convencional, que recomenda aumento da taxa de juros e/ou redução do gasto do governo para controlar a inflação, nesse contexto ambas as medidas são vazias de eficácia.

Pode-se argumentar que o aumento dos juros terá efeito sobre a inflação através do preço dos alimentos, outro canal do processo inflacionário corrente. O cenário de profunda desvalorização cambial, com o real acumulando uma desvalorização de aproximadamente 46% entre janeiro de 2019 e outubro de 2021, somada a recuperação do preço internacional das *commodities*, inflou o processo inflacionário. Neste contexto, é mais lucrativo para o setor agrário direcionar sua produção ao mercado externo, levando ao desabastecimento do mercado interno e, consequentemente, ao aumento dos preços.

As estratégias das autoridades econômicas para o controle da inflação, baseado na teoria convencional, consideram que o aumento da taxa de juros teria como efeito a apreciação cambial (resultado da elevação do diferencial da taxa de juros), que por sua vez teria efeito nos custos (mesmo que com certa defasagem), afetando todos os preços da economia. Contudo, é importante pontuar que, assim como a redução intensa da taxa de juros foi realizada de forma descuidada, afetando fortemente o câmbio, sua rápida reversão tampouco será capaz de reverter a situação – e ainda ameaça o crescimento econômico e afeta a vida da população.

Por um lado, o aumento dos juros desestimula os investimentos produtivos, uma vez que resulta no encarecimento do financiamento e do crédito. Em um cenário de juros elevados, o investimento produtivo é afetado negativamente, desacelerando as atividades produtivas (Becker et al, 2010). Já os investimentos financeiros tendem a ser mais atraentes, uma vez que apresentam maior rendimento no curto prazo e menor risco. Por outro lado, o maior custo do crédito também afeta a vida da população – notadamente aqueles que possuem menor renda e que, portanto, são mais afetados pelos maiores encargos.

Assim, a elevação dos juros afeta diretamente o mercado de crédito, que por sua vez afeta tanto o consumo quanto o investimento. Em meio à desaceleração que acomete a economia brasileira desde 2014, a elevação da taxa de juros será ainda mais prejudicial se considerarmos que as baixas taxas de investimento (produtivo) ameaçam a recuperação econômica. Com efeito, com os juros elevados reprime-se a demanda por investimentos e por consumo, afetando o crescimento econômico, a geração de empregos e o crescimento do produto potencial. Do ponto de vista distributivo, o aumento dos juros ainda eleva o piso aceitável das margens de lucro das empresas, concentrando a distribuição funcional da renda (Serrano, 2010).

Do ponto de vista fiscal, o aumento da taxa de juros tem como outro efeito o aumento da dívida pública, constantemente tratada como ameaça à estabilidade econômica e ao crescimento – mesmo que a dívida seja emitida em moeda nacional e a economia não esteja operando em plena alocação dos fatores de produção. Isto é, o diagnóstico seguido tem como efeito agravar o problema fiscal na tentativa de conter um processo inflacionário que decorre dos custos. O remédio é conhecido: austeridade, redução do gasto público – e, consequentemente, da dívida pública.

Contudo, vale lembrar que o gasto do Estado é renda do setor privado. No contexto brasileiro, em que há lacunas de infraestrutura, ociosidade na utilização de fatores de produção, elevado desemprego e profundas carências sociais, o gasto público estimula o crescimento, tem forte efeito distributivo, estimula a criação de novos postos de trabalho e contribui para reduzir as

desigualdades sociais e de renda. Quando a economia opera abaixo do pleno emprego dos fatores de produção, o gasto do governo estimula o investimento privado e contribui para a redução do desemprego e para o crescimento da renda. Em meio a um processo inflacionário que decorre predominantemente dos custos, insistir na política de austeridade fiscal, promovendo a redução do gasto público, não irá controlar a inflação, mas afetará o bem-estar da população, principalmente a parcela da população de menor renda – que é a mais beneficiada pelos investimentos e serviços públicos, e que também é a que mais sofre com os períodos de recessão econômica, marcados pela elevação do desemprego e queda da renda.

Se a inflação é predominantemente de custos, comprimir a demanda não irá frear o processo inflacionário, mas certamente afetará o crescimento econômico e acirrará o conflito distributivo.

Portanto, os dois principais mecanismos que são constantemente utilizados para controlar a inflação com diagnóstico de pressão de demanda – a elevação da taxa de juros, pela política monetária, e a redução do gasto público, pela política fiscal – além de não serem apropriados para tratar um processo inflacionário que tem origem nos custos, impactam principalmente aqueles que também são os mais afetados pela própria inflação. A inflação tem maior peso para as famílias que têm menor rendimento, uma vez que esses grupos têm maior sensibilidade à variação dos preços, já que sua renda disponível é menor e é, em grande medida, direcionada a itens básicos e de subsistência.

Desse modo, não surpreende que o Brasil tenha atingido a triste marca de aproximadamente 19 milhões de brasileiros em situação de insegurança alimentar grave em 2020. Isto é, 9% da população estava acometida pela fome em 2020, parcela significativamente maior que os 4,2% verificados em 2013 (Rede Penssan, 2020). Recentemente, notícias de que pessoas buscavam restos de ossos em açougues chocaram o país, expressando aquilo que os dados confirmam: uma parcela considerável da população está vivendo sem ter acesso regular e permanente a alimentos em quantidade e qualidade suficiente para sua sobrevivência. A fome voltou a fazer parte do cotidiano de boa parte da população. Considerando que o processo inflacionário atual se concentra principalmente no custo de itens básicos, não há perspectiva de melhora nesse tocante.

O cenário de crise econômica, social e sanitária gerado pela pandemia da Covid-19 resultou no aumento (momentâneo) dos gastos do governo, resultado da necessidade de se adotar medidas emergenciais que pudessem reduzir o impacto recessivo e preservar vidas. No Brasil, o reconhecimento do estado de calamidade pública possibilitou a suspensão temporária das amarras fiscais (com o "orçamento de guerra" desvinculado da regra fiscal do Teto dos Gastos) para que o governo tivesse uma margem de manobra maior para atuar. Mas parece que a lição não foi aprendida e voltamos para o discurso desastroso de que o governo precisa reduzir seus gastos e que o aumento da taxa de juros é o único remédio para a inflação. Podemos esperar que, se mantida essa agenda que vem sendo seguida sem sucesso desde 2015, a recessão econômica se agrave, a inflação não seja controlada e que, mesmo quando o período de pressão inflacionária tiver passado, os desafios que temos enfrentado nos últimos anos tenham se agravado, sem a recuperação da atividade econômica, do emprego, da renda e da qualidade de vida.

Considerações finais

O maior peso do processo inflacionário, somado às políticas monetária e fiscal restritivas, de juros altos e redução dos gastos públicos, afeta

principalmente as famílias de menor renda, mas também afeta a população à medida que aprofunda o estado de recessão econômica.

Verifica-se que, ao menos em 2021, o uso dogmático das taxas de juros como único instrumento de combate à inflação tem sido ineficaz, visto que a inflação sofre pressões de custos, e não de demanda. A demanda segue desaquecida, com queda na renda e desemprego elevado, que atinge 13,7 milhões de pessoas (13,2%). A fraca recuperação do mercado de trabalho (no primeiro trimestre de 2021 a taxa foi de 14,7%) não indica melhora nos indicadores econômicos, uma vez que ocorre devido ao crescimento do trabalho informal, e com queda real no rendimento médio das famílias. Não por acaso o consumo privado apresentou queda nos dois primeiros trimestres de 2021, segundo as Contas Nacionais Trimestrais.

A inflação é um fenômeno complexo, com múltiplas causas. Neste sentido, um combate eficaz exige sempre o uso de um conjunto amplo de políticas e instrumentos. No caso da inflação recente da economia brasileira, podemos sugerir, por exemplo, administrar o mercado de câmbio, impedindo a rápida depreciação da moeda; retornar a política tradicional de preços da Petrobrás, revogando a política de paridade de preços internacional; voltar com a política de estoques reguladores, manutenção de juros em patamares baixos, como políticas que auxiliariam no atual processo inflacionário e aliviaria os efeitos sobre o poder de compra dos salários reais.

A elevação dos juros constrange a demanda agregada, que por sua vez constrange o crescimento. Se a inflação é predominantemente de custos, comprimir a demanda não irá frear o processo inflacionário, mas certamente afetará o crescimento econômico e acirrará o conflito distributivo. Além disso, eleva a dívida pública, retroalimentando o ciclo ineficaz e desastroso de austeridade fiscal e da redução dos gastos públicos como solução.

A política de austeridade fiscal, instituída permanentemente através do Teto de gastos em 2016 com vigência de vinte anos, reduz o tamanho do Estado e afeta a recuperação econômica e a vida da população. O papel ativo do Estado é condição *sine qua non* para conduzir a economia ao pleno emprego dos fatores de produção, já que os gastos públicos possuem efeito multiplicador, estimulando o investimento privado e contribuindo para o crescimento econômico. Além disso, parte dos gastos do governo são direcionados ao consumo da população, através do provimento de bens e serviços sem fins lucrativos. Dessa forma, a austeridade fiscal afeta tanto os investimentos públicos, notadamente os investimentos em infraestrutura, quanto a vida da população, ao limitar os gastos sociais.

A atual política do governo, além de não ser eficaz para controlar a inflação predominantemente de custos, afeta a vida da população, especialmente a de menor renda, e deixa uma economia combalida. Mesmo quando a pressão inflacionária passar, a economia ainda estará enfraquecida, sofrendo com pior qualidade dos empregos e alto grau de subemprego.

Referências

ARANTES, F.; LOPREATO, F. L. C. O novo consenso em macroeconomia no Brasil: A política fiscal do Plano Real ao segundo governo Lula. Rio de Janeiro: *Revista de Economia Contemporânea.* v. 21, n. 3, p. 1-34, set-dez, 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. https://www.bcb.gov.br/content/focus/focus/R20211105.pdf.

BARBOSA-FILHO, N. H. Inflation targeting in Brazil: 1999–2006. *International Review of Applied Economics,* v. 22, n. 2, p. 187–200. Mar, 2008.

BECKER, J.; JÄGER, J.; LEUBOLT, B.; WEISSENBACHER, R. (2010). Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition & Change*, 14(3- 4), 225–247, 2010.

BRAGA, J. M. A inflação brasileira na década de 2000 e a importância das políticas não monetárias de controle. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 22, n. 3 (49), p. 697-727, dez. 2013.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. *Revista de Economia Política*, vol. 22, nº 3 (87), pp. 533-562, jul-set, 2002.

FEIJÓ, C. A.; LAMÔNICA, M. T. The importance of the manufacturing sector for Brazilian economic development. *Cepal Review* 107, aug, 2012.

IBGE https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-sala-de-imprensa/2013-agencia-de-noticias/releases/32153-ipca-sobe-1-25-em-outubro.

____. *Dados de desemprego*. https://sidra.ibge.gov.br/tabela/6381.

IPEADATA <Ipeadata>.

MONTES, G. C.; FEIJÓ, C. A. Decisão de preços em economias monetárias e metas de inflação: a difícil conciliação entre crescimento e estabilidade de preços. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 18, n. 3 (37), p. 469-491, dez, 2009.

NASSIF, A. As armadilhas do tripé da política macroeconômica brasileira. São Paulo: *Revista de Economia Política*. vol. 35, nº 3 (140), pp. 426-443, julho-setembro. 2015.

REDE PENSSAN. (2020). *Food insecurity and Covid-19 in Brazil*. <VIGISAN AF National Survey of Food Insecurity.pdf (olheparaafome.com.br)>.

SERRANO, F. (2010). Juros, câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 30, nº 1 (117), pp. 63-72, janeiro-março/2010.

TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J. O "novo" consenso macroeconômico e alguns insights da crítica heterodoxa. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 20, n. 2 (42), p. 273-297, ago. 2011.

VALOR ECONÔMICO. <BC eleva taxa de juros Selic em 1,5 ponto, para 7,75% ao ano | Finanças | Valor Econômico (globo.com)>., 27 de out. 2021.

POLÍTICA ANTICÍCLICA DO AUXÍLIO EMERGENCIAL EM 2020: COMPORTAMENTO DOS SALDOS FINANCEIROS DOS AGENTES INSTITUCIONAIS

Leandro Monteiro
Doutor em economia pela UFF)e pesquisador do FINDE – UFF.

ÍNDICE

O resultado do PIB em 2020 mostrou queda de 4,1%. Para dimensionar o tamanho do impacto da pandemia do COVID-19 no país vale destacar que nos últimos 30 anos somente em 1990 o Brasil apresentou uma queda de tamanha expressividade, fruto da implantação do Plano Collor.

No início da pandemia em 2020 houve um consenso com relação à importância do gasto público com transferência de renda como resposta compensatória à crise sanitária[1]. Apesar do executivo ter encaminhado uma proposta de auxílio emergencial no valor de R$ 200/mês para a população impedida de trabalhar durante a pandemia, o poder legislativo aprovou um programa três vezes maior, provendo uma renda adicional para a população afetada de R$ 600/ mês por três meses. Em seguida o programa foi prorrogado por mais dois meses mantendo as parcelas de R$ 600 e estendido até o final de 2020 no valor reduzido de R$ 300/mês.

Em Monteiro (2020), analisamos o papel do gasto público como resposta à crise utilizando a ótica dos fluxos financeiros setoriais. Mantendo a mesma metodologia, o objetivo desta nota é avaliar a evolução dos fluxos financeiros dos setores institucionais da economia brasileira durante o ano 2020, comparando com os anos anteriores[2], para tecer considerações sobre a efetividade do programa de auxílio emergencial no resultado da economia no período.

O foco da nossa análise serão os saldos financeiros setoriais do Setor Privado. O desempenho da economia com déficit nesses saldos não é sustentável, pois gera dificuldades no pagamento dos serviços da dívida, aumentando a possibilidade de inadimplência dos agentes, ampliando a probabilidade de desaceleração da economia nos períodos seguintes[3]. Assim, entendemos que o comportamento dos saldos financeiros privados é importante fator explicativo do comportamento do PIB.

Equação de equilíbrio dos fluxos

Para explicar qual o nível de renda e produto alcançado a cada período, parte-se da identidade contábil onde a soma dos balanços financeiros de todos os setores da economia deve ser igual a zero. Assim, considerando os setores como setor privado, setor governo e setor externo, temos a seguinte identidade contábil:

$$\textit{Balanço Setor}\ \textbf{Privado} + \textit{Balanço Setor Governo} + \textit{Balanço Setor Externo} = 0 \quad (1)$$

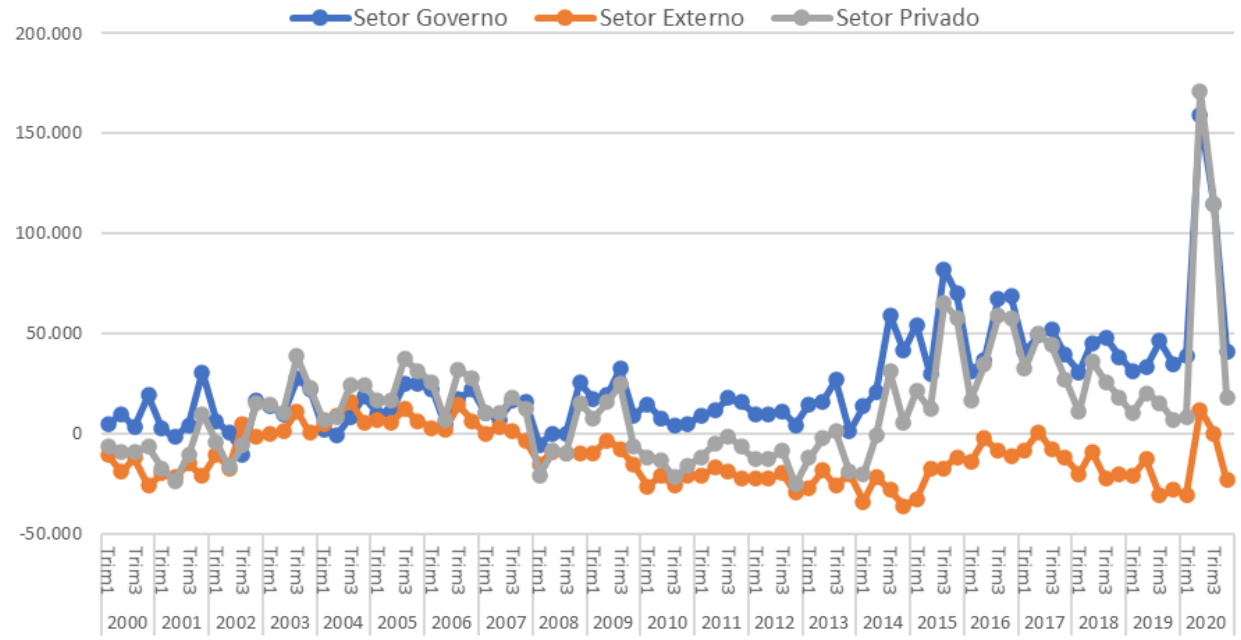
Os três setores não podem obter superávit financeiro ao mesmo tempo. Para que um setor

[1] https://www.correiobraziliense.com.br/app/noticia/economia/2020/08/02/internas_economia,877645/crise-da-covid-reacende-debate-por-causa-de-limite-de-gastos-publicos.shtml.

[2]Os setores institucionais analisados serão o setor privado, governo e externo.

[2]Ver Monteiro (2021) e Tokucu et. al. (2019).

Gráfico 1 – Saldos financeiros setoriais (R$ Milhões)



Fonte: IBGE e Banco Central do Brasil, com elaboração própria. Dado do setor governo representado em déficit.

apresente superávit financeiro, o outro setor deve necessariamente apresentar déficit naquele período. Considerando uma economia aberta, quando as exportações são maiores do que as importações, o terceiro termo na equação (1) é o inverso da conta corrente.

Esta identidade deixa claro que as mudanças no equilíbrio financeiro de um setor não podem ser analisadas isoladamente. Por exemplo, se um país deseja executar um superávit financeiro no Setor Governo persistente, ele precisará executar um superávit comercial ainda maior, caso contrário o Setor Privado nacional apresentará déficits persistentes. Portanto, a vantagem de se trabalhar com este método de análise é que ele permite analisar o comportamento dos setores de forma interdependente[4].

Auxílio emergencial e seu impacto no saldo financeiro setorial

O gráfico 1 mostra o comportamento histórico dos saldos financeiros dos setores institucionais. Entre os anos de 2002 e 2007, o Brasil experimentou uma melhora no saldo financeiro com o Setor Externo, fruto do aumento dos preços das commodities no período. Esse movimento refletiu na melhora do saldo financeiro do Setor Privado. Com o fim do ciclo das commodities, nos anos seguintes, o saldo do Setor Privado voltou a se reduzir. Com a expansão do déficit do Setor Governo entre 2014 e 2015 os saldos privados se elevaram, dado que o resultado do Setor Externo se manteve relativamente constante. No entanto, desde 2016 o déficit financeiro do Setor Governo vem diminuindo por conta das políticas de austeridade fiscal e, como o Setor Externo não apresentou melhora significativa, o saldo financeiro do Setor Privado apresentou tendência de queda até 2019.

Com a pandemia no início de 2020, a tendência histórica destes saldos foi sensivelmente alterada. Observou-se uma melhora no saldo financeiro com o Setor Externo no segundo e terceiro trimestres de 2020, causado principalmente por

[4] Ver Ocampo et al. (2009).

uma forte redução das importações (dados das contas nacionais trimestrais do IBGE mostram uma queda de 14,5% nas importações do segundo trimestre de 2020 em relação ao mesmo período de 2019, enquanto as exportações mantiveram no mesmo patamar). No quarto trimestre o Setor Externo retornou ao patamar tradicional de déficit que observamos na série histórica.

O principal impacto do auxílio emergencial na evolução dos saldos financeiros se deu no Setor Privado e Governo. O gráfico 1 mostra o tamanho do impacto da expansão do déficit do Setor Governo e o consequente aumento no saldo financeiro do Setor Privado. No segundo e terceiro trimestres de 2020 a média do saldo financeiro do Setor Privado alcançou um patamar de R$ 76 bilhões maior que o valor deste saldo no terceiro trimestre de 2015, que foi o melhor resultado entre os anos 2000 e 2019. Em contrapartida, os dados coletados pela pesquisa PNAD Contínua mostram que a massa salarial apresentou uma queda de R$ 50 bilhões no valor da média móvel de três meses em julho contra janeiro de 2020.

...do ponto de vista da produção, ainda é muito cedo para se falar em qualquer redução dos estímulos fiscais, pois, com a retirada dos estímulos e um possível retorno para saldos negativos no Setor Privado, é provável que o país continue em um cenário de retração nos próximos anos, sem retomada dos investimentos produtivos.

Como o consumo das famílias representa em média 66,5%[5] da demanda agregada, é possível inferir o quão positiva foi a contribuição do auxílio emergencial para a performance do PIB no período, além, obviamente, do caráter humanitário do auxílio. Sanches et. al. (2021), por meio de uma análise do efeito multiplicador da demanda agregada, mostraram que sem o auxílio emergencial o PIB apresentaria um resultado negativo entre 8,4% e 14,8%, confirmando o impacto positivo do auxílio emergencial na remediação da crise.

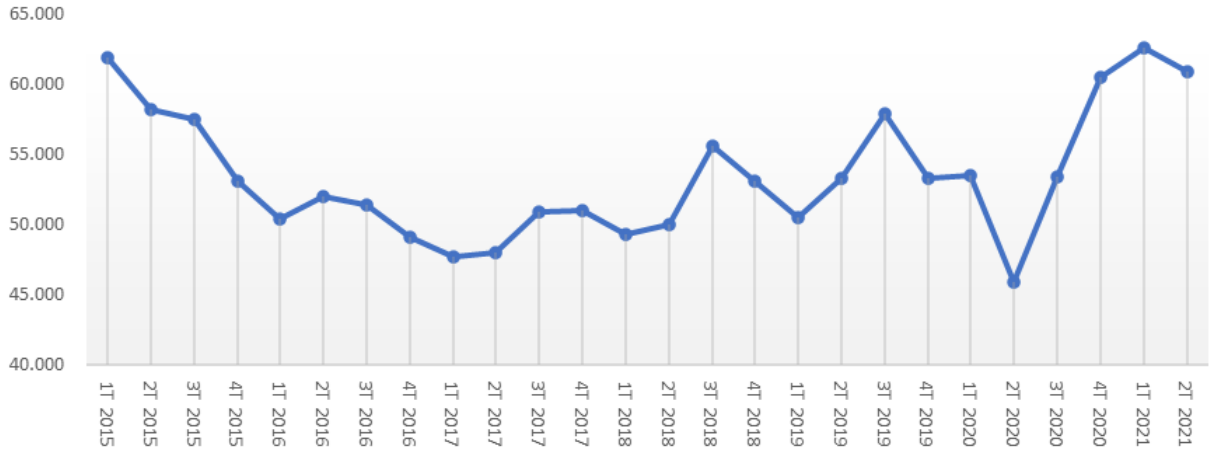
Além disso, como o público alvo do programa foi as famílias em vulnerabilidade financeira, o valor recebido por elas não foi estocado como patrimônio e voltou para a economia na forma de consumo, mantendo o fluxo de caixa das empresas. A manutenção deste fluxo de caixa é um fator importante para a manutenção das expectativas sobre a recuperação da economia, o que influencia a decisão dos investimentos programados das empresas, pois, como colocado por Minsky (1986), os agentes precisam ter uma perspectiva positiva de geração de caixa para honrar seus compromissos, caso contrário não haveria incentivo e/ou capacidade para realizar investimentos com retorno com horizonte longo de tempo. Portanto, ao manter o fluxo de caixa das empresas, este movimento de ampliação do superávit do Setor Privado tem a contrapartida de evitar uma redução do investimento em períodos futuros.

Ainda não possuímos os dados de alocação patrimonial dos setores institucionais para o período de modo a identificar como o saldo financeiro privado foi alocado ao final do período[6]. Mas, ao observarmos o comportamento do investimento (gráfico 2), constatamos que não há uma tendência clara de recuperação desde 2015.

[5] Média entre 1T2010 e 4T2019 (IBGE).

[6]Este dado é apenas disponibilizado nas Contas Econômicas Integradas (CEI) anuais publicadas pelo IBGE.

Gráfico 2 – Formação bruta de capital (Valores encadeados a preços de 1995 – R$ Milhões)



Fonte: IBGE

Assim, apesar de o saldo financeiro do Setor Privado ter ficado positivo desde 2014, o investimento em formação de capital não parece retomar uma trajetória de expansão. No entanto, este mesmo saldo do Setor Privado retornou ao patamar anterior ao da pandemia ao final do quarto trimestre de 2020 (gráfico 1) e o nível de investimentos já apresentou uma inflexão de retração no segundo trimestre de 2021 (gráfico 2).[7] Neste sentido, argumenta-se que, do ponto de vista da produção, ainda é muito cedo para se falar em qualquer redução dos estímulos fiscais, pois, com a retirada dos estímulos e um possível retorno para saldos negativos no Setor Privado, é provável que o país continue em um cenário de retração nos próximos anos, sem retomada dos investimentos produtivos.

Dependência dos saldos externos e o poder das políticas contracíclicas

O leitor atento ao gráfico 1 pode notar que a resposta do governo via expansão do seu déficit em 2020 explica quase que inteiramente o salto dado pelo saldo do Setor Privado (no gráfico 1, a linha de Déficit do Governo – com legenda de cor azul- acompanha a linha do saldo do Setor Privado – com legenda de cor cinza). Isso ocorre devido ao nosso perfil deficitário em transações correntes, ou seja, para que o Setor Privado tenha saldo positivo, como a contribuição do Saldo Externo é negativa na maior parte do tempo, é necessário que o Setor Governo apresente déficit.

A literatura aponta que países que apresentam saldos financeiros positivos com o Setor Externo possuem mais poder de resposta a momentos de crise. Isso ocorre, pois países que operam com superávit nas contas externas, têm uma maior possibilidade de resultados positivos no saldo do Setor Privado com diminuição do tamanho do déficit necessário do Setor Governo para fazer frente às necessidades do Setor Privado.

Sendo assim é imprescindível a discussão colocada pelos desenvolvimentista que visa reduzir a importância da poupança externa, priorizando a reestruturação da matriz produtiva brasileira de modo a ampliar a produção e exportação de bens com maior valor agregado. Somente assim será possível reduzir o saldo negativo com o Setor Externo (déficits em

7 Consul (2021) também mostra que mesmo essa melhora do investimento no primeiro trimestre de 2021 pode ser explicado pela mudança na sazonalidade por conta da própria pandemia. Assim, mesmo esta alta do investimento em 1T2021 contra 4T2020 deve ser vista com cautela

transações correntes), possibilitando um saldo do Setor Privado mais elevado ou mesmo mais espaço para políticas fiscais contracíclicas por parte do Setor Governo.

Conclusões

Esta nota apresentou uma análise dos balanços financeiros setoriais dos setores institucionais para o período 2000-2020. A análise dos dados confirma as conclusões de estudos recentes reconhecendo que a política fiscal anticíclica representada no Programa do Auxílio Emergencial nos moldes aprovados pelo Congresso Nacional foi capaz de impedir uma queda mais pronunciada do PIB ao longo de 2020.

Ressaltamos que uma redução nos estímulos fiscais neste momento é temerária, pois a aplicação de uma política de austeridade fiscal irá levar o país para um novo aperto financeiro no setor privado que será refletido nas taxas de crescimento dos investimentos dos próximos anos.

Finalmente, argumentamos sobre a necessidade de uma política de caráter desenvolvimentista que busque a superação dos gargalos estruturais da economia brasileira. Uma melhora do saldo financeiro do Setor Externo abre espaço para uma maior autonomia de política econômica, ampliando o poder de reação do governo em momentos de crise, como a crise da pandemia recente.

Referências

Araújo, E., Araujo, E., & Ferrari, F. (2020). A atuação anticíclica das autoridades econômicas brasileiras em duas crises - Subprime (2008/08) e Covid-19 (2020): Teorias e evidências. *[The countercyclical performance of Brazilian economic authorities in two crises - Subprime (2008/08) and Covid-19 (2020): Theories and evidence]Boletim Finde. Edição de set/dez de 2020, V.1 Nº 3.*

Consul, D. (2021). A trajetória recente dos investimentos e o crescimento econômico brasileiro em 2021. Revista Boletim Finde, Edição de mai/ago, V.2 Nº 2.

Leal, J. (2020). Brasil pós-pandemia: Possíveis impactos do retorno do teto dos gastos públicos. Revista Boletim Finde, Edição de mai/ago, V.1 Nº 2. .

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable economy.* Yale: Yale University Press.

Monteiro, L. A. (2020). Resposta econômica à Pandemia do Covid-19: Análise do balanço setorial financeiro da economiabrasileira. *Revista Boletim Finde, Edição de jan/abr, V.1 Nº 1.*

Monteiro, L. A. (2021). Ciclo do investimento na economia brasileira entre os anos 2000 e 2017: análise a partir do saldo financeiro dos setores institucionais. *Tese de Doutorado - Economia, PPGE-UFF.*

Ocampo, J. A., Rada, C., & Taylor, L. (2009). *Growth and policy in developing countries : a structuralist approach.* New York: Columbia University Press.

Sanches, M., Cardomingo, M., & Carvalho, L. (2021). Quão mais fundo poderia ter sido este poço? Analisando o efeito do Auxílio Emergencial em 2020. *Made Centro de pesquisa em macroeconomia das desigualdades, Nota de Política Econômica, n7.*

Tokucu, E., Künü, S., & Akça, M. (2019). Hyman P. Minsky´s "Big Goverment" approach in securing economics stability and its applicability in the Turkish economy. *KAUJEASF, Vol. 10, Issue 20 - Kafkas Üniversity Economics and Administrative Sciences Faculty.*

O QUE A PANDEMIA TROUXE DE NOVO À VISÃO CONVENCIONAL SOBRE POLÍTICA FISCAL? [1]

Norberto Montani Martins
Professor do Instituto de Economia da UFRJ e pesquisador do Finde
Maria Isabel Busato
Professora do Instituto de Economia da UFRJ e bolsista pós-doutorado CAPES/INCT

ÍNDICE

A pandemia da covid-19 trouxe de volta aos holofotes o debate sobre o papel da política fiscal. As tradicionais preocupações do *mainstream* com o déficit público, o aumento do endividamento e a sustentabilidade da dívida pública foram temporariamente deixadas de lado para que os Estados pudessem fornecer uma resposta à altura dos desafios impostos pela disseminação de um vírus sobre o qual pouco se conhecia.

O conjunto de ações fiscais ao redor do mundo reacendeu a discussão entre economistas sobre as possibilidades e os limites da política fiscal. O próprio Fundo Monetário Internacional passou a adotar uma posição mais leniente, privilegiando o estímulo ao crescimento e ao emprego e as despesas necessárias para vencer a pandemia.

Este artigo tem como objetivo mapear os debates da visão convencional sobre política fiscal engendrados pela crise associada à pandemia da covid-19. Apresentam-se as discussões em torno das seguintes questões: (a) a política fiscal num contexto de taxas de juros baixas; (b) as métricas mais adequadas para avaliar a situação fiscal de uma jurisdição; (c) o espaço para ações discricionárias semiautônomas ou para arcabouços guiados por princípios, ao invés de regras fiscais rígidas; e (d) a concepção consolidada nas publicações mais recentes do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Covid-19, juros baixos e política fiscal

Blanchard, Felman e Subramanian (2021) sugerem que há atualmente um "novo consenso fiscal", que gira em torno de três proposições principais. Primeiro, que políticas macroeconômicas são necessárias para aumentar a demanda agregada, uma vez que a demanda do setor privado está cronicamente fraca – ainda mais após a pandemia de covid-19. Segundo, a política fiscal precisa ser a principal ferramenta anticíclica, uma vez que as possibilidades da política monetária se exauriram. Terceiro, há espaço para usar a política fiscal nesse sentido porque, embora a dívida pública esteja elevada, ela parece ser sustentável.

Por trás das duas últimas proposições está a constatação de que os países centrais vivem hoje num mundo de taxas de juros baixas e que essa configuração irá perdurar. Furman e Summers (2020) remetem à noção de histerese, abrindo espaço teoricamente para a ideia de que ajustes fiscais poderiam se "autodestruir" e indicavam a necessidade de uma política fiscal direcionada a resultados de médio-longo prazo. As baixas taxas de juros invalidam a ideia de *crowding-out* dos gastos públicos e, embora aceitem a ideia de equidade intergeracional, mas rejeitam a tese de que déficits implicarão necessariamente um maior fardo para a geração futura, defendendo, dentre outros argumentos, que investimentos em

[1] Os autores agradecem aos comentários e sugestões de Caio Vilella, Kaio Pimentel, Paulo Nogueira Batista Jr. e Renata Lins. Eventuais erros e imprecisões remanescentes são de inteira responsabilidade dos autores.

infraestrutura podem beneficiar também as próximas gerações.

Furman e Summers (2020) destacam que o cenário de substancial redução das taxas de juros – básicas e de longo prazo – nas economias centrais ao longo da década de 2010 seria explicado por um conjunto de fatores como as mudanças demográficas e no comportamento das firmas ou a estagnação secular (RACHEL; SUMMERS, 2019). Nesse contexto, a preocupação da teoria convencional com os déficits e o aumento do endividamento em recessões estaria fora de lugar: com taxas de juros baixas – inferiores às taxas de crescimento da economia, na famosa ***(r—g) < 0*** condição –, seria difícil que a trajetória da dívida pública fosse explosiva, pois os próprios efeitos dos gastos públicos sobre a demanda e o produto tenderiam a atenuar a trajetória de endividamento.

O FMI foi central na difusão de regras fiscais e no monitoramento das políticas fiscais, em linha com um receituário mais geral de políticas e reformas institucionais do "Consenso de Washington". Com as mudanças pós-pandemia seria o caso de questionar se há um Novo Consenso de Washington alinhado ao "novo consenso fiscal.

À medida que uma política fiscal estimuladora consiga elevar a taxa de crescimento da economia relativamente às taxas de juros, seu efeito líquido sobre a trajetória da dívida/PIB será favorável – mais ainda nos casos em que o nível desse indicador é elevado. Nesse sentido, os agentes não precisariam se preocupar com um aumento do fardo da dívida, muito em linha com o raciocínio de Domar (1944). Além disso, os autores argumentam que os governos poderiam empregar estratégias de expansão da despesa atreladas a um aumento da carga tributária ou da progressividade do sistema tributário, pautando-se na ideia de que mesmo um orçamento equilibrado pode gerar efeitos multiplicadores relevantes, *à la* Haavelmo (1945).

Contudo, o mix de instrumentos de política fiscal importa, uma vez que os diferentes multiplicadores associados a cada tipo de despesa e receita podem facilitar o controle da dívida e de seu serviço financeiro ao longo do tempo. Despesas com multiplicadores mais elevados, nessa visão, deveriam ser privilegiadas, com os investimentos públicos cristalizando-se como a principal forma de intervenção dos governos a médio prazo: "public investment can […] offset some, all or even more than all of its cost if it has a sufficiently high rate of return in expanding the economy's potential itself" (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 34). Mais que isso, os autores sustentam que os investimentos que possuem retornos que excedam a taxa de juros – significativamente baixa no contexto atual – seriam capazes de se pagarem por si próprios em termos do valor presente.

Os investimentos que não geram despesas imediatas e substanciais de custeio, como alguns investimentos em infraestrutura, acabam prevalecendo segundo essa lógica de custo-benefício. Abre-se espaço, portanto, para uma discussão sobre a composição dos planos e das medidas fiscais: "Wasteful and poorly designed spending programs or tax cuts […] are not justified by this logic" (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 35).

Por fim, destaca-se que não só os gastos discricionários têm papel contracíclico nas crises, mas também há um importante papel a ser desempenhado pelos estabilizadores automáticos – mecanismos acionados automaticamente, seja via aumento de receita ou corte nos impostos, em situações de contingência, como, por exemplo, o seguro-desemprego.

É importante notar, entretanto, que a visão de Furman e Summers não é integralmente

consensual no *mainstream*. Reis (2021) e Cochrane (2021) sugerem que as baixas taxas de juros não resolvem o problema do déficit e da dívida pública: o primeiro argumenta que, mesmo no caso de $r < g$, há um limite em relação a quanto o governo pode gastar; o segundo destaca que as baixas taxas de juros podem ser suficientes para que déficits pequenos sejam "autofinanciados", mas não déficits elevados – estes aumentariam inexoravelmente o fardo da dívida[1]. Já Mauro e Zhou (2021) destacam que, ao analisar eventos históricos, vários episódios de *default* (dívida externa) ocorreram após períodos de diferenciais negativos entre a taxa de juros e a taxa de crescimento, sublinhando que os custos marginais de endividamento do governo podem subir rapidamente. Além disso, há também questionamentos em relação à persistência de baixas taxas de juros (ROGOFF, 2021).

Novas métricas da situação fiscal

Na teoria convencional, o controle do nível de dívida pública em relação ao PIB é central. Ainda que a situação fiscal não seja medida única e simplesmente a partir desse indicador, em várias análises é a trajetória dessa razão que acaba por sinalizar aos agentes o provável comportamento futuro do "fardo da dívida" e a situação fiscal de determinada jurisdição (BLANCHARD ET AL., 1990; REINHART; ROGOFF, 2010).

Furman e Summers (2020) argumentam que a métrica dívida/PIB precisa ser reavaliada como guia de política econômica num contexto em que as taxas de crescimento da economia excedam as taxas de juros. Para eles há três principais problemas de usar essa métrica para avaliar a situação fiscal de um país. Primeiro, ela ignora o fato de que a dívida pode ser paga ao longo do tempo – e não num único ponto do tempo. Portanto, não faria sentido comparar a dívida – um estoque – com o PIB – um fluxo. Segundo, ela ignora o nível das taxas de juros: para um mesmo nível de dívida, taxas de juros mais baixas implicarão um menor fardo da dívida. Terceiro, é um indicador que reflete o passado, mas não as políticas futuras a serem adotadas.

Devido a esses problemas, Furman e Summers sugerem que métricas alternativas, como a dívida sobre o PIB a valor presente ou o pagamento de juros reais da dívida sobre o PIB, seriam mais adequadas, em especial, quando consideradas sob uma perspectiva de consistência entre fluxos e estoques. No primeiro caso, calcula-se o valor presente dos PIBs futuros a partir de estimativas para um horizonte infinito, criando uma medida de estoque[2] comparável ao estoque de dívida. No segundo caso, a referência são os pagamentos de juros realizados a cada período, calculados em termos reais, de modo que os efeitos da inflação sobre a situação fiscal sejam captados de forma mais apropriada.

Entretanto, em ambos os casos, as medidas alternativas não são capazes de capturar o comportamento futuro da política fiscal. Assim, uma terceira medida é apresentada: o hiato fiscal (fiscal gap). Esse indicador tem como objetivo refletir a situação orçamentária de longo prazo do governo. Ele é calculado a partir da restrição orçamentária intertemporal do governo, medindo o valor presente da diferença entre os gastos e as receitas futuras do setor público para dado período de tempo (KOTLIKOFF, 2018). O hiato fiscal mede a mudança imediata e permanente no superávit primário necessária para manter a razão dívida/PIB inalterada para um período específico de tempo. Esse cálculo demanda informações sobre as taxas de juros, o

[1] Romer (2018, p. 666) propõe também que é impossível a manutenção da condição $r < g$ no longo prazo. Dentro dos modelos de equilíbrio dinâmico geral estocástico, essa condição estaria associada a uma situação "dinamicamente ineficiente", que, para o autor, deveria ser tratada apenas como uma "curiosidade teórica".

[2] Taxas de juros mais baixas aumentam o valor presente do PIB e reduzem a relação Dívida/Valor presente do PIB.

PIB e os superávits futuros (AUERBACH; GALE; KRUNPKIN, 2019).

Contudo, essa medida traz outros problemas a serem considerados. Ela não permite uma comparação objetiva entre países ou mesmo ao longo do tempo, pois depende de estimativas, que estão sujeitas, invariavelmente, a um elevado nível de incerteza. Também apresentam, comumente, intervalos de erro muito grandes, devido às dificuldades de estimação levantadas anteriormente. Por fim, a medida de dívida/PIB corrente pode ser considerada arbitrária, podendo não informar de forma apropriada os objetivos de política fiscal que serão perseguidos.

Nesse contexto, Furman e Summers sugerem que é inevitável encarar um trade-off entre o que seria uma métrica "objetiva mas não informativa" e uma métrica "subjetiva mas informativa" sobre a sustentabilidade de determinada política fiscal. Pesando os prós e os contras das métricas alternativas apresentadas, os autores privilegiam a adoção do serviço da dívida como referência: "*we think that debt service ratios projected out over a period of about a decade are a better way to minimize uncertainty and put context on the best fiscal targets*" (FURMAN; SUMMERS, 2020, p. 33).

Os *policymakers*, nesse caso, não precisariam se preocupar com a situação fiscal caso a expectativa sobre a razão Serviço (Real) da Dívida/PIB se mantivesse confortavelmente dentro do padrão histórico ao longo de determinado período de tempo, como, por exemplo, na próxima década. O limite superior sugerido pelos autores, considerando a experiência americana, seria de cerca de 2% do PIB. Caso os valores pagos em juros se aproximassem desse teto, Furman e Summers consideram que seria necessário promover políticas direcionadas a reduzir a razão dívida/PIB; do contrário, haveria "espaço fiscal" para promover políticas associadas a um maior déficit ou gasto públicos.

A mudança da métrica não muda a orientação geral da política fiscal, que deve, em última análise, buscar o equilíbrio orçamentário intertemporal como meio de sinalizar a "solvência" do governo – vide, por exemplo, os argumentos de Bacha (2020) para o caso brasileiro. Porém, ao deixar de lado a discussão sobre o nível da dívida em si, a mudança das métricas pode passar a conferir maior flexibilidade à política fiscal, especialmente, em momentos de crise.

O retorno à discricionariedade?

No *mainstream*, a consistência intertemporal da política fiscal é tipicamente associada à presença de regras que sinalizem o compromisso dos governos com a sustentabilidade da dívida pública ou com a estabilização macroeconômica (KYDLAND; PRESCOTT, 1977; IMF, 2009). As regras são relevantes, nessa visão, para conter déficits excessivos ou "desnecessários" e criar/ preservar o "espaço fiscal" necessário aos governos para lidar com recessões. Desde a crise financeira internacional de 2008, as regras fiscais passaram a contemplar uma maior flexibilidade, por exemplo, por meio da introdução de cláusulas de escape ou de ajustes numéricos conforme o ciclo econômico; os formuladores passaram a buscar uma combinação entre simplicidade, flexibilidade e capacidade de observância de modo a sinalizar a consistência temporal das políticas fiscais (EYRAUD ET AL., 2018).

A pandemia da covid-19, porém, foi uma experiência que exigiu uma boa dose de discricionariedade nas políticas adotadas. A inadequação de regras rígidas e cláusulas de escape que se mostraram insuficientes para lidar com o impacto macroeconômico da pandemia levaram a uma discussão sobre a flexibilização

dos regimes fiscais, reacendendo o debate regras vs. discricionariedade, que permeia a macroeconomia há décadas. Duas contribuições destacam-se nessa área: Orszag, Rubin e Stiglitz (2021) e Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021).

O primeiro grupo de autores critica abertamente a ideia de âncoras fiscais que conformam a política fiscal a partir de uma regra imposta de cima para baixo (*top-down anchor*), como o limite de 3% do PIB para os déficits previstos no Tratado de Maastricht na Zona do Euro ou os limites de dívida/PIB a que se sujeitam algumas jurisdições, como o Reino Unido e a Suécia. No entendimento desses autores, os valores numéricos adotados são, em geral, arbitrários e podem variar significativamente de país para país ou ao longo do tempo. A tecnologia de comprometimento oferecida pelas regras, porém, só traz benefícios na ausência de incerteza (ORSZAG; RUBIN; STIGLITZ, 2021, p. 12).

Um arcabouço de política fiscal apropriado deve, então, ser capaz de refletir a incerteza inerente e fornecer ferramentas adequadas para os gestores de política administrarem as questões fiscais e suas consequências no mundo real. A rejeição de um extremo, as regras, porém não implica a aceitação cega do outro, a discrição, até porque num mundo em que a incerteza prevalece isso equivaleria a sobrecarregar os formuladores da política fiscal. Com isso, o trio de autores propõe uma abordagem em que a discrição na política fiscal é mantida como uma opção, mas só há espaço para exercê-la após o ajuste automático do orçamento em áreas onde há amplo consenso em relação aos resultados para a sociedade.

Essa "arquitetura fiscal de discricionariedade semiautônoma" seria composta por cinco elementos fundamentais: (i) estabilizadores automáticos reforçados; (ii) um novo programa de infraestrutura; (iii) a extensão da maturidade da dívida pública; (iv) a indexação de programas fiscais de longo prazo às variáveis que os determinam; e (v) maior ênfase na discricionariedade *residual* (ORSZAG; RUBIN; STIGLITZ, 2021, p. 2).

Uma nota importante: os quatro primeiros elementos contribuem para ajustes automáticos no orçamento, mas podem ser insuficientes para lidar com recessões como a vivenciada na pandemia de covid-19. Os autores sugerem, então, que as decisões de política adicionais devem ser deixadas nas mãos dos gestores ao invés de seguirem metas e regras pré-definidas. Essa arquitetura, portanto, fornece um arcabouço significativamente distinto das regras pré-definidas privilegiadas pela visão convencional, conferindo grande flexibilidade à política fiscal e estabelecendo um amplo espaço para discricionariedade dos formuladores e gestores de política.

Outra abordagem que também questiona o *status quo* das regras fiscais é a apresentada por Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021). Os autores enfocam o caso europeu e argumentam que os esforços para desenhar regras que englobem todo tipo de contingência adicionarão complexidade à política fiscal, sem, contudo, impedir que recessões como a vivenciada durante a pandemia levem a violações ou à necessidade de suspensão das regras.

Em última análise, este segundo grupo de autores também considera a incerteza subjacente às decisões de política fiscal, mas, diferentemente do primeiro grupo, sua crítica deriva diretamente da situação conjuntural das baixas taxas de juros e da dinâmica do endividamento público.

Ao analisar o caso europeu e as diferentes teorias macroeconômicas que orientam a discussão –

inclusive a tese de finanças funcionais de Lerner (1943) –, eles chegam a cinco conclusões: (i) não há um número mágico, único, invariável no tempo e conforme a jurisdição, para o déficit ou para a dívida públicos; (ii) a sustentabilidade da dívida é uma questão probabilística, isto é, há trajetórias mais prováveis e menos prováveis, mas não uma única direção; (iii) é preciso pensar não só na dívida/PIB, mas também no resultado orçamentário, em particular, o resultado primário; (iv) para um mesmo nível de dívida, o resultado primário necessário é altamente sensível à diferença entre taxa de crescimento e taxa de juros; e (v) o resultado primário que um país *pode alcançar* depende de um conjunto grande de fatores.

A alternativa proposta pelos autores seria a estruturação de um arcabouço que substitua as regras com metas quantitativas e numéricas por "padrões", "normas" ou princípios[3] fiscais que sejam simples e capazes de serem cumpridas. Por princípios entende-se uma declaração de objetivos gerais, em conjunto com um processo de avaliação acerca do desempenho dos países em termos de sua observância.

A diferença entre regras e princípios é o grau em que o conteúdo legal é definido *ex-post*, na interpretação da observância à norma. Hoje, a maior parte das regras fiscais define *ex-ante*, numericamente, os objetivos ou os limites a serem observados, não deixando margem para interpretações. Entretanto, todos arcabouços jurídicos contemplam tanto regras como princípios em seus dispositivos – mesmo no caso europeu, foco da análise. Os autores advogam que a abordagem pautada em princípios é preferível quando as autoridades não forem capazes de conceber regras gerais por causa da falta de informações ou da própria "incerteza".

A experiência utilizada como referência é a da Nova Zelândia, cujo arcabouço criado pela Lei de Responsabilidade Fiscal estabelece "princípios para uma gestão fiscal responsável". A generalidade desses princípios fica clara ao analisarmos como a lei é construída. São objetivos do arcabouço: "alcançar e manter níveis prudentes de endividamento público", "assegurar que, na média, as despesas operacionais não excedam as receitas operacionais", "considerar o impacto provável da estratégia fiscal nas gerações presente e futuras", dentre outros. Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021, p. 20) associam esses objetivos à doutrina lerneriana das finanças funcionais.

O arcabouço, portanto, se baseia na aplicação das leis e numa governança diferenciada que atribui papeis importantes às várias instituições envolvidas na formulação e implementação da política fiscal. Com isso, confere maior flexibilidade às regras, mas sem excluí-las como forma de assegurar uma política compatível com a visão convencional acerca da necessidade de pautar a política fiscal pela sustentabilidade dos déficits e da dívida públicos.

As duas alternativas às regras apresentadas nessa seção têm em comum o fato de fornecerem maior flexibilidade ou discricionariedade aos gestores da política fiscal. Porém, diferem bastante na concepção dos arcabouços fiscais: Orszag, Rubin e Stiglitz preconizam o estabelecimento de estabilizadores automáticos e a criação de espaço para a discricionariedade dos *policy-makers* em tempos de crise, porém limitando-a em tempos normais; já Blanchard, Leandro e Zettelmeyer buscam criar um espaço para a ação discricionária dentro de um conjunto de princípios, que permite contemplar contingências e tratar da incerteza, mas sem abrir mão de um

[3] Os autores utilizam o termo fiscal standards, cuja tradução literal seria padrões ou normas fiscais; como normas e regras têm significado similar em português, optou-se pelo uso do termo "princípios", em linha com a nomenclatura neozelandesa.

norte acerca da sustentabilidade do resultado fiscal.

É difícil hoje afirmar qual dessas visões poderá prevalecer no futuro – se é que alguma delas terá um futuro –, mas elas sinalizam que a pandemia abriu novas possibilidades em termos da política fiscal. A cristalização dessas alternativas, porém, depende de uma economia política própria, ligada à adoção e disseminação desses arrazoados teórico-institucionais pelos países. Nessa esfera, instituições supranacionais, como o Fundo Monetário Internacional (FMI), cumprem um papel central. A próxima seção se dedica a analisar esse ponto.

Um novo Consenso de Washington? Um novo FMI?

Teria o "novo consenso fiscal" apresentado nas seções anteriores influenciado diretamente a visão de organismos internacionais como o FMI? A mudança na apreciação de alguns elementos teóricos seria capaz de modificar a prescrição dessas entidades quanto à institucionalidade da política fiscal? O FMI foi central na difusão de regras fiscais e no monitoramento das políticas fiscais, em linha com um receituário mais geral de políticas e reformas institucionais do "Consenso de Washington". Com as mudanças pós-pandemia seria o caso de questionar se há um Novo Consenso de Washington alinhado ao "novo consenso fiscal".

Sandbu (2021) sugere que sim: há um novo consenso e ele é menos fiscalista do que no passado. Na visão desse autor, houve uma reorientação do discurso de organismos como o FMI e o Banco Mundial em prol da expansão dos gastos públicos, muito embora esses devam ser focados em áreas que deem maior retorno. O receituário abarca despesas não só com saúde ou com vacinas, mas com outros gastos em áreas relevantes como educação – uma forma não só de obter retornos elevados, mas também de compensar as perdas trazidas pela pandemia em termos de aprendizagem e da necessidade de reestruturação do mercado de trabalho. Nesses casos, o autor advoga que os economistas dos organismos multilaterais "parecem estar muito tranquilos" com os elevados montantes de gasto nos países mais ricos, ainda que preguem prudência. Além disso, medidas antes fora do cardápio, como a taxação da riqueza para reduzir desigualdades, passaram a estar sobre a mesa.

Uma análise pormenorizada das publicações relacionadas à política fiscal do FMI e do Banco Mundial certamente transcende o escopo deste texto, mas é possível sublinhar alguns elementos principais. No Monitor Fiscal de abril de 2021, o FMI chamava atenção para os objetivos imediatos da política fiscal durante a pandemia: "Until the pandemic is brought under control globally, fiscal policy must remain flexible and supportive of health care systems, households, viable firms, and the economic recovery. The need and scope for support varies across economies, depending on the effect of the pandemic and the ability to access low-cost borrowing." (IMF, 2021, p. 103)

Se, de um lado, a abordagem dos organismos internacionais em relação aos gastos parece ser mais leniente, por outro lado, não abandona a retórica fiscalista convencional, especialmente para o caso de países considerados pobres ou em desenvolvimento. A necessidade de criar, a todo momento, "espaço fiscal" e de aderir a regras fiscais para sinalizar o comprometimento com o objetivo de manter as finanças "sadias" se mantém como peças centrais do arcabouço, colocando em xeque a aplicabilidade das mudanças institucionais elaboradas na última seção (IMF, 2021, p. 15).

É difícil, portanto, sustentar a tese de que há um Consenso de Washington efetivamente "novo": as condições conjunturais – baixas taxas de juros – parecem prevalecer na definição das prioridades de política, imperando certo pragmatismo na visão de organismos internacionais face à gravidade da crise da covid-19; contudo, a médio-longo prazo, quando tratamos de aspectos mais estruturais da política fiscal, não parece haver mudanças substanciais na visão desses organismos.

Nas economias em desenvolvimento, mesmo que as taxas de juros se encontrem baixas e os diferenciais juros-crescimento estejam favoráveis à luz dos padrões históricos, a concepção desses organismos não é "bem menos" fiscalista; na realidade, pouco se altera: "one should be careful in importing wholesale the new fiscal consensus from advanced economies to emerging-market economies". (BLANCHARD; FELMAN; SUBRAMANIAN, 2021, p. 13). Dessa forma, a aplicabilidade do "novo consenso fiscal", quando sustentada, mantém-se restrita aos países ricos, sem que haja maiores desdobramentos para uma agenda em prol da retomada e do desenvolvimento econômico sustentável em nível global.

Considerações finais

Que a pandemia de covid-19 trouxe mudanças e algo novo à discussão de política fiscal convencional é inegável. O mesmo ocorreu com a crise financeira internacional de 2008-9. Porém, numa avaliação preliminar, é difícil imaginar que essas mudanças serão radicais a ponto de a política fiscal tornar-se alinhada a uma abordagem compatível com o princípio da demanda efetiva ou as finanças funcionais, especialmente no longo prazo, mesmo que autores como Furman e Summers (2020) ou Blanchard, Leandro e Zettelmeyer (2021) remetam a trabalhos dessa tradição.

Os avanços teóricos do *mainstream* se limitam à aceitação de expansões fiscais em contextos de taxas de juros baixas e recessões severas – especialmente quando causadas por fatores "exógenos", como foi o caso da pandemia. A expansão fiscal privilegiaria despesas em investimentos públicos não geradores de despesas de custeio e em áreas cuja "taxa de retorno" dos gastos superasse seus custos. Aceita-se que, nos países centrais, há espaço para adoção de maior flexibilidade no arcabouço de regras fiscais ou nas próprias regras.

Entretanto, ainda está em aberto a discussão se há um "novo consenso fiscal" e se ele seria aplicável a países não-ricos, a despeito de condições favoráveis para a dinâmica da dívida pública também nessas jurisdições. No mundo das prescrições de política, o fiscalismo característico da abordagem do *mainstream* prevalece: economias emergentes se mantém entre a cruz a espada, ou melhor, entre a crise e a austeridade. Nesse sentido, "continuam arraigadas as velhas convicções" da política fiscal convencional (LOPREATO, 2014). E são essas velhas convicções que se perpetuam no debate público brasileiro, como bem pontua Lara Resende (2020).

Referências

AUERBACH, A. J.; GALE, W.; KRUPKIN, A. Revisiting the Federal Budget Outlook. Tax Notes Federal, p. 813-29, 5 ago. 2019.

BACHA, E. The Furman-Summers Fiscal Sustainability Metric: A Note on the Case of Brazil. Texto para Discussão IEPE/CdG, n. 65, dez. 2020.

BLANCHARD, O.; CHOURAQUI, J. C.; HAGEMANN, R. P.; SARTOR, N. The

Sustainability of Fiscal Policy: new answers to an old question. OECD Economic Studies, n. 15, 1990.

BLANCHARD, O.; LEANDRO, A.; ZETTELMEYER, J. Redesigning EU Fiscal Rules: From Rules to Standards. Peterson Institute for International Economics Working Paper n. 21-1, fev. 2021.

BLANCHARD, O; FELMAN, J; SUBRAMANIAN, A. Does the new fiscal consensus in advanced economies travel to emerging markets? Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, March 2021, disponível em

https://www.piie.com/publications/policy-briefs/does-new-fiscal-consensus-advanced-economies-travel-emerging-markets

COCHRANE, J. H. *r* < *g*. Mimeo, 2021. Disponível em: https://www.johnhcochrane.com/s/rvsg.pdf (acesso em 13 ago. 2021).

DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P.; SPILIMBERGO, A.; ZETTELMEYER, J. Economic Policies for the COVID-19 War**. IMF Blog**, 1 abr. 2020.

DELONG, B.; SUMMERS, L. Fiscal Policy in a Depressed Economy. Brookings Papers on Economic Activity, p. 233-297, Spring 2012. **Disponível** em: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_DeLong.pdf (acesso em 12 ago. 2021).

DOMAR, E. D. The "burden of the debt" and the national income. The American Economic Review, v. 34(4), p. 798-827, 1944.

EYRAUD, L.; DEBRUN, X.; HODGE, A.; LLEDÓ, V.; PATTILLO, C. Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability. IMF Staff Discussion Notes, n. 18/04, abr. 2018.

FATÁS, A.; SUMMERS, L. The Permanent Effects of Fiscal Consolidations. Journal of International Economics, v. 112, p. 238-50, mai. 2018. DOI: **https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2017.11.007.**

FURMAN, J.; SUMMERS, L. A Reconsideration of Fiscal Policy in the Era of Low Interest Rates. Mimeo, 30 nov. 2020. Disponível em: https://www.piie.com/system/files/documents/furman-summers2020-12-01paper.pdf (acesso em 12 ago. 2021).

HAAVELMO, T. Multiplier effects of a balanced budget. Econometrica, v. 13(4), 311-318, 1945.

IMF. Fiscal Rules – Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances. Fiscal Affairs Department, Washington, DC: IMF, 2009.

IMF. The Functions and Impacts of Fiscal Councils. Washington, DC: International Monetary Fund, 2013.

IMF. Fiscal Monitor: A Fair Shot. Washington, DC: International Monetary Fund, abr. 2021.

KOTLIKOFF, L. J. Assessing Fiscal Sustainability. Mercatus Research, 12 dez. 2013. DOI: **http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3191355.**

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, v. 85(3), p. 473-492, 1977.

LARA RESENDE, A. Por que Summers e Bernanke agora defendem política fiscal expansionista. EU&Fim de Semana, Valor Econômico, 11 dez. 2020.

LOPREATO, F. L. C. Crise econômica e política fiscal: os desdobramentos recentes da visão convencional. Texto para discussão, Instituto de

Economia, Unicamp, n. 236, jun. 2014.

MAURO, P.; ZHOU, J. $r - g < 0$: Can We Sleep More Soundly? IMF Economic Review, v. 69, p. 197-229, 2021.

ORSZAG, P. R.; RUBIN, R. E.; STIGLITZ, J. E. Fiscal Resiliency in a Deeply Uncertain World: The Role of Semiautonomous Discretion. Peterson Institute for International Economics Policy Brief, n. 21-2, jan. 2021.

RACHEL, Ł.; SUMMERS, L. On Secular Stagnation in the Industrialized World. Brookings Papers on Economic Activity, p. 1-54, Spring 2019.

REINHART, C. M.; ROGOFF, K. S. Growth in a Time of Debt. American Economic Review, 100(2), p. 573-78, 2010.

REIS, R. The constraint on public debt when $r < g$ but $g < m$. BIS Working Papers n. 939, mai. 2021.

ROGOFF, K. Fiscal sustainability in the aftermath of the great pause. Journal of Policy Modeling, v. 43(4), p. 783-93, 2021. DOI: **https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2021.02.007.**

ROMER, D. Advanced Macroeconomics. New York: Mc-Graw Hill Education, 5ª ed., 2018.

SANDBU, M. Há um novo consenso de Washington, e ele é bem menos fiscalista. Mundo, Valor Econômico, 12 abr. 2021.

ÍNDICE DE QUALIDADE DO EMPREGO E HIATO DA QUALIDADE DO EMPREGO: UMA ANÁLISE EMPÍRICA ENTRE OS PRINCIPAIS PAÍSES CAMPEÕES DE COMPLEXIDADE ECONÔMICA E O BRASIL (1992-2018)

Luciano Luiz Manarin D´Agostini
Professor do Instituto Federal do Paraná e pesquisador do Finde-UFF
Stefan Wilson D´Amato
Doutorando em Economia no CEDEPLAR/UFMG

ÍNDICE

Antes da Revolução Industrial, no século XVIII, a taxa de crescimento do produto dos países aumentava lentamente. Neste período, as diferenças nos padrões de vida dos habitantes entre as distintas regiões eram comparativamente pequenas. Após a Revolução Industrial, percebeu -se que alguns países elevaram o seu PIB per capita relativamente mais rápido, enquanto outros países ficaram estagnados, cresceram lentamente ou até declinaram. Com respeito aos países ricos, que se desenvolveram industrialmente, a literatura[1] explana que a população desfruta de um padrão de vida relativamente melhor comparado aos países de renda baixa e média. Estes últimos, no geral, tiveram algum processo de industrialização e, posteriormente, entraram num circuito de desindustrialização prematura e/ ou sempre permaneceram com a produção focadas em bens primários, baseados em recursos naturais. Ao longo do tempo, ficou explicito o hiato de renda per-capita entre os países desenvolvidos e os que estão em processo de desenvolvimento.

Segundo Ross (2013, cap.1) as diferenças de renda per capita entre países, são explicadas por algumas variáveis: i) a participação do emprego no setor industrial com respeito ao emprego total da economia; ii) o produto por trabalhado; iii) o capital por trabalhador; iv) a escolaridade da força de trabalho em idade ativa; v) a participação dos países no comércio internacional; vi) fatores políticos; vii) fatores institucionais; viii) o papel do Estado na Economia, entre outros.

Focamos neste manuscrito na apresentação dos indicadores de qualidade do emprego, onde buscamos analisar o efeito da participação do emprego nos setores de alta tecnologia (*high tech)*, com respeito aos setores de média e baixa tecnologia (*medium e low tech*).

A idéia de fundo é que um país, como o Brasil, precisa operacionalizar a economia com baixo nível de desemprego da força de trabalho e que os empregos gerados sejam de ótima qualidade. Visto que na literatura internacional argumenta-se que os melhores salários estão em setores de alta sofisticação tecnológica, nos quais existe a necessidade da implementação de elevadas taxas de capital humano por meio do conhecimento técnico, científico e tecnológico. Para tal, é inevitável o processo de mudança estrutural no mercado de trabalho brasileiro, que depende de um longo caminho a ser percorrido (décadas), com transformações radicais e contínuas nas condutas de políticas econômicas (investimento público) e sociais, combinados com um plano estratégico nacional de desenvolvimento. Assim como veremos adiante, a qualidade do emprego no Brasil é baixa e está estagnada há décadas.

[1] Ver Schumpeter (1942), Rosenstein-Rodan (1943), Verdoorn (1949), Lewis (1954), Prebisch (1949), Furtado (1964) e Kaldor (1967).

Além disto, existe um grande fosso da qualidade do emprego existente no Brasil com respeito aos países ricos, estes desenvolvidos e com alta complexidade econômica.

Em especial analisamos: (i) a qualidade do emprego no Brasil, comparativamente, com os 6 lideres em complexidade econômica; (ii) o hiato da qualidade do emprego tendo como referência o país com a maior complexidade econômica por décadas, o Japão, e também o país com maior qualidade do emprego dentre os 6 já selecionados, correspondente ao ano de 2018, que foi Singapura.

Sabe-se que as características estruturais do mercado de trabalho, seus níveis de sofisticação tecnológica e capital humano são muito diferentes entre os países desenvolvidos, em desenvolvimento e não desenvolvidos. A diversificação econômica é condicionada pela composição da estrutura produtiva existente (Hidalgo et al., 2007; Alshamsi et al., 2018). Importante notar o papel desempenhado pela especialização tecnológica em países (Fagerberg, 1988; Cimoli e Porcile, 2014) e as mudanças na composição setorial da economia (Araújo e Lima, 2007; Nishi, 2016).

Segundo Hidalgo (2015, cap. 10), o conhecimento técnico e científico está embutido nas pessoas (capital humano), nas máquinas e equipamentos (capital físico), na capacidade das pessoas em se conectarem e assim trocar informações (capital social). Dessa forma, aquilo que uma economia produz e comerciliza revela a sofisticação ou complexidade das suas capacitações produtivas. Gala *et al* (2018) comentam que produtos mais sofisticados ou complexos são produzidos por trabalhadores altamente qualificados em empresas que operam na fronteira tecnológica ou próximas a ela, razão pela qual tais produtos possuem maior valor adicionado por unidade de trabalho empregada. Dessa forma, o progresso técnico decorre do avanço do "estado da arte" e também por intermédio de um processo de mudança estrutural, no qual recursos produtivos e trabalhadores são transferidos das atividades com menor valor adicionado por trabalhador empregado (setores menos sofisticados e/ou menos complexos) para atividades com maior valor adicionado por trabalhador empregado (setores mais sofisticados e/ou complexos). Seria uma idéia similar à Lewis (1954), em que as narrativas concentravam-se na transferência de mão-de-obra do setor tradicional/subsistência para um setor industrial (moderno), dita economia dual, com a inclusão nos dias de hoje, do setor de serviços. E ainda, dentro dos setores escolhidos há uma estratégia nacional de desenvolvimento, no qual orienta os esforços para aumentar a participação da força de trabalho em setores com melhores qualidades de empregos e rendas.

Segundo Thirlwall (1979) e Mccombie e Thirlwall (1994), a estrutura produtiva de um país importa. Uma mudança estrutural em direção aos setores mais intensivos em tecnologia (industriais) tende a relaxar a restrição externa ao crescimento econômico. No geral, economias em desenvolvimento podem ser consideradas pequenas e abertas, assim como não tem moedas conversíveis, diferentes de países desenvolvidos. Neste sentido, o único componente da demanda autônoma que proporciona o crescimento sustentado de longo prazo são as exportações, com a pauta de produtos/serviços, com a estrutura produtiva mais concentrada em produtos de alta intensidade tecnológica.

No caso de países exportadores de *commodities* (a exemplo do Brasil), uma alternativa para estimular o crescimento econômico seria alterar o modelo exportador atual com baixa complexidade econômica para um padrão com alta sofisticação. A complexidade econômica expressa a diversidade e especialização das

capacidades produtivas embutidas nas exportações de cada país e revela de forma indireta a qualidade do emprego. Em outras palavras, a qualidade do emprego em um país afeta, de algum modo, a sua pauta exportadora.

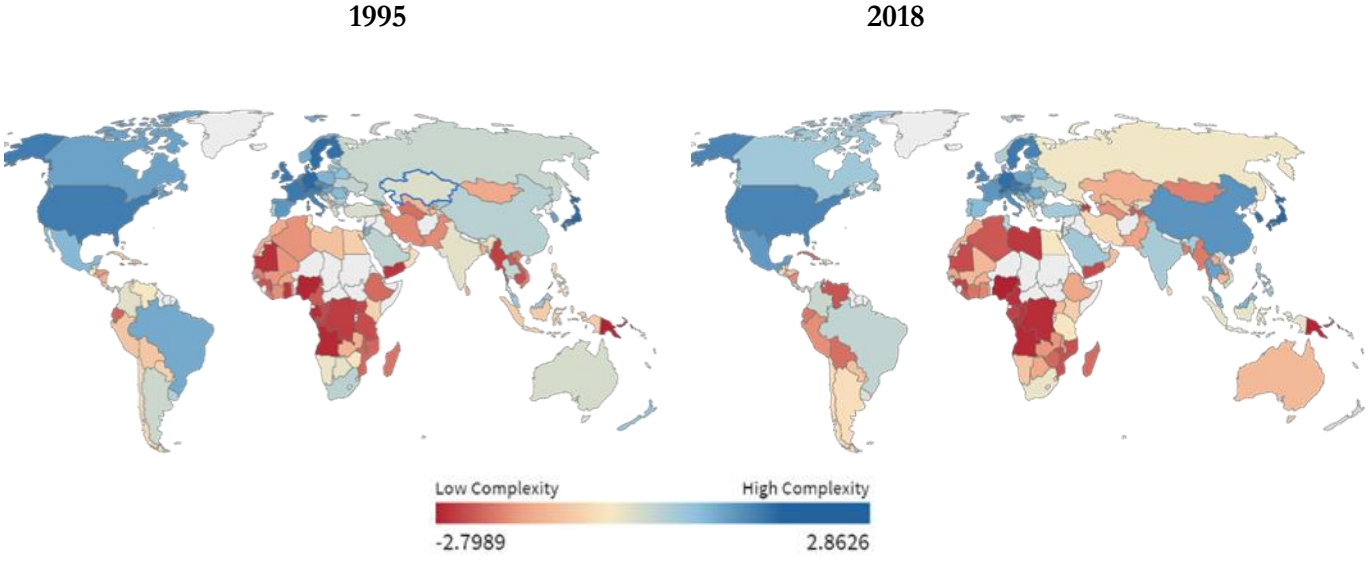
O Índice de Complexidade Econômico (ICE) é calculado pela *Harvard's Growth Lab Viz Hub*, disponibilizado no Atlas de Complexidade Econômica. Países com alta complexidade possuem uma gama de recursos sofisticados e especializados e, portanto, são capazes de produzir um conjunto altamente distinto de produtos complexos. As informações sobre complexidade econômica estão contidas no número absoluto de produtos que o país fabrica e na ubiquidade (o número de países que exportam o produto), na sofisticação e diversificação dos produtos que outros países produzem.

A Figura 1 mostra o retrato do *ranking* de complexidade econômica no mundo, contemplando os anos 1992 e 2018, enquanto, a Tabela 1 resume a dinâmica do *ranking* de complexidade econômica nos anos selecionados a partir de 1992, dos países com maior índice de complexidade econômica em 2018, e o Brasil, que exporta produtos concentrados em baixa intensidade tecnológica, em torno de 60% da pauta são *commodities* agrícolas e/ou minerais. Na Figura 2, de "*a*" a "*g*", apresenta o mapa da pauta de exportações dos países selecionados na Tabela 1.

Shumpeterianos, neo-schumpeterianas e evolucionários [Schumpeter (1942), Nelson e Winter (1982); Rosenberg (1982), Dosi et al (1990, 1994) e Lee (2013)] descrevem perspectivas diversas dentro da manufatura, particularmente em relação a heterogeneidade entre empresas e setores, esta por sua vez, afetam a qualidade do emprego. Mesmo dentro do setor manufatureiro, os subsetores são caracterizados por diferentes graus tecnológicos de intensidade, diferentes velocidades de mudança tecnológica, diferentes níveis de eficiência de escala e graus de comercialização. Sobre a heterogeneidade entre os subsetores, devemos entender que os países produtores de bens equivalentes à rapadura/ açuçar e embaladas em pacotes de plástico, são bem diferentes de países que possuem indústrias que produzem processadores, microchips e aparelhos sofisticados de alta precisão.

Há também diferenças na qualidade do emprego entre países que concentram as exportações em *commodities* agrícolas e/ou minerais, produtos *in*

Figura 1 - Figura 1: Mapa da Complexidade Econômica, 1992 e 2018.



Fonte: Atlas da Complexidade Econômica

Tabela 1 - Ranking de Complexidade Econômica (1992-2018), países selecionados

Países	Ranking de Complexidade Econômica					Exporta-ções USD bilhões	Ranking de Exportações
	1992	2000	2005	2010	2018		
Japão	1°	1°	1°	1°	1°	964	4°
Suiça	4°	3°	3°	2°	2°	441	17°
Coréia do Sul	21°	20°	10°	8°	3°	716	9°
Alemanha	2°	2°	2°	3°	4°	1920	3°
Singapura	20°	11°	9°	4°	5°	526	13°
República Tcheca	14°	12°	11°	7°	6°	226	30°
Brasil	25°	26°	34°	46°	49°	264	27°

Fonte: Atlas da Complexidade Econômica .

natura, sem refino e/ou processamentos. Há um abismo brutal nas aprendizagens, nas inovações, no processo de acumulação de capacidades, na sofisticação e, portanto, na complexidade entre setores e subsetores específicos e, consequentemente, na qualidade do emprego. Isto reflete-se nos produtos exportáveis de um país. Por isto, tomamos o índice de complexidade econômica para definir os países e analisar a qualidade do emprego e o hiato da qualidade do emprego.

Como os dois objetivos são apresentar os resultados do Índice de Qualidade de Emprego (IQE) dos 6 primeiros países campeões de complexidade econômica, além do Brasil, e do Hiato da Qualidade do Emprego (HQG), utilizamos a metodologia apresentada por D´Amato *et al.* (2021) e originalmente definida teoricamente por Oreiro *et al* .(2019). O período de análise comtemplado é de 1992-2018, para uma amostra de 6 países com maior índice de complexidade econômica em 2018 (Tabela 1), conforme o *ranking* de complexidade econômica, calculado pelo *Harvard's Growth Lab Viz Hub* e disponibilizado no Atlas de Complexidade Econômica. Com respeito à classificação do emprego por intensidade tecnológica (*low, medium* e *high-tec*), a base de dados utilizada foi a ISIC Rev. 2 da United Nations Industrial Development Organization (UNIDO).

Para isso, adotamos os seguintes passos:

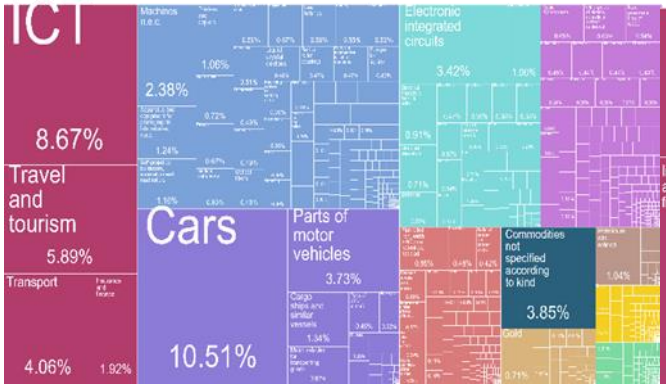
i. separamos os diversos subsetores pela taxonomia de intensidade tecnológica aplicada (baixa, média e alta), conforme a classificação descrita em Tregenna e Andreoni (2020, tabela 1);

ii. utilizamos o Índice de Qualidade do Emprego, $\mathrm{IQE}_{i,t}$, por país, i, e por período, t, definido pela razão entre o somatório da parcela da força de trabalho nos setores de alta intensidade tecnológica, $HT_{h,i,t}$, e os somatórios das parcelas da força de trabalho nos setores de baixa e média intensidade tecnológica, $LT_{l,i,t}$ e $MT_{m,i,t}$, conforme equação 1, abaixo:

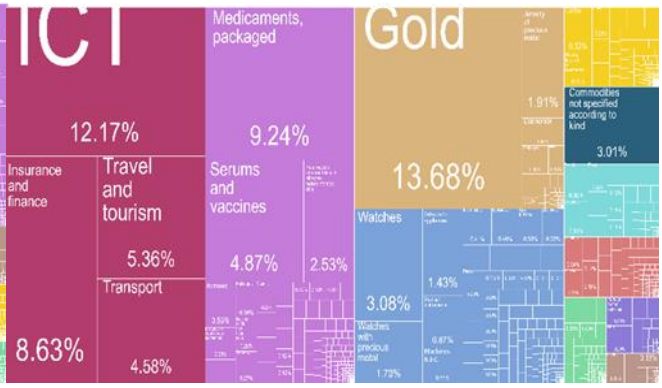
$$\mathrm{IQE}_{i,t} = \left[\frac{\sum_{h=1}^{n} HT_{h,i,t}}{\left(\sum_{l=1}^{p} LT_{l,i,t} + \sum_{m=1}^{q} MT_{m,i,t}\right)}\right]$$

Figura 2 - Pauta de Exportações de Países líderes em complexidade econômica e o Brasil (2018)

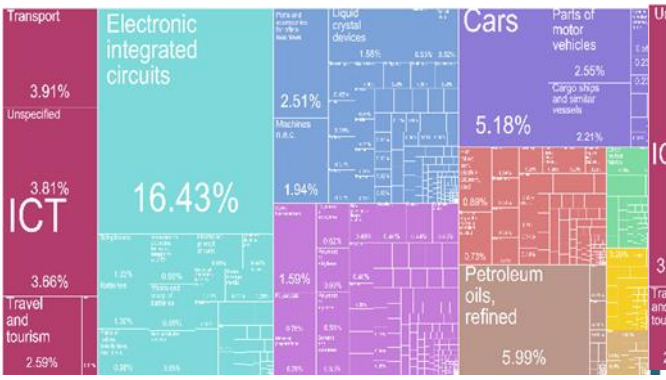
Japão



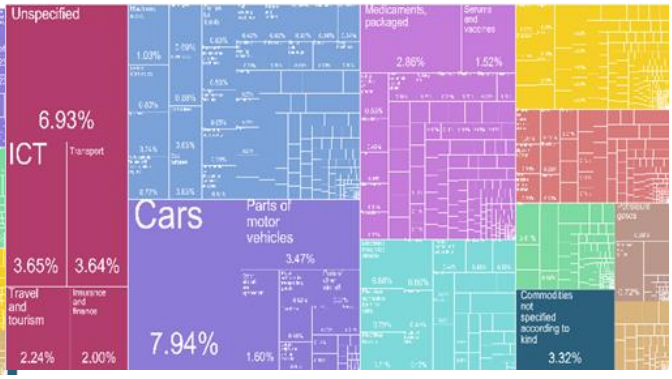
Suiça



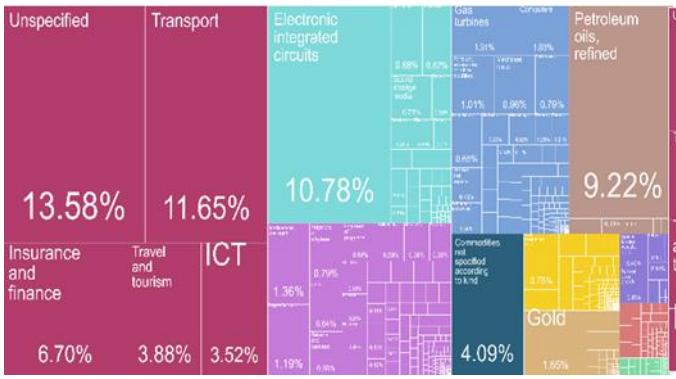
Coréia do Sul



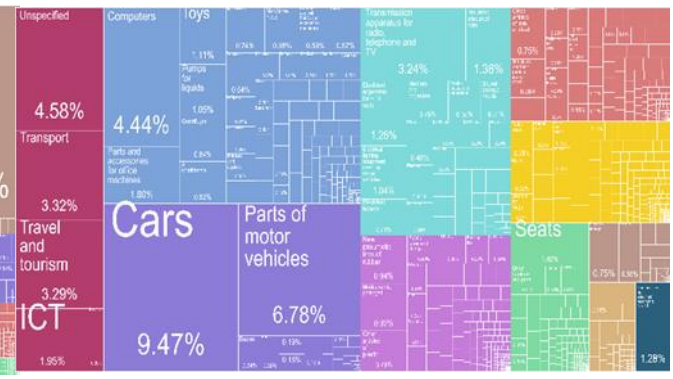
Alemanha



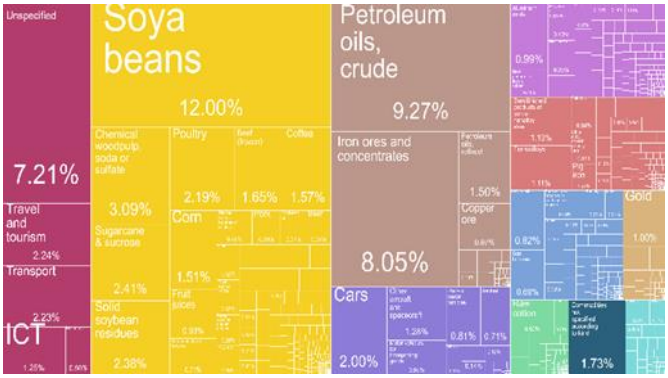
Singapura



República Tcheca



Brasil



Fonte: Atlas da Complexidade Econômica

Onde:

$t = 1, 2, \dots, T; l = 0, 1, 2, \dots, p; h = 0,1,2, \dots, n; m = 0,1,2, \dots, q$ e $i = 1, 2, \dots, I$; onde t é o período de tempo; $l, m \; e \; h$ são, respectivamente, a quantidade de subsetores de baixa, média e alta intensidade tecnológica; i é a quantidade de países;

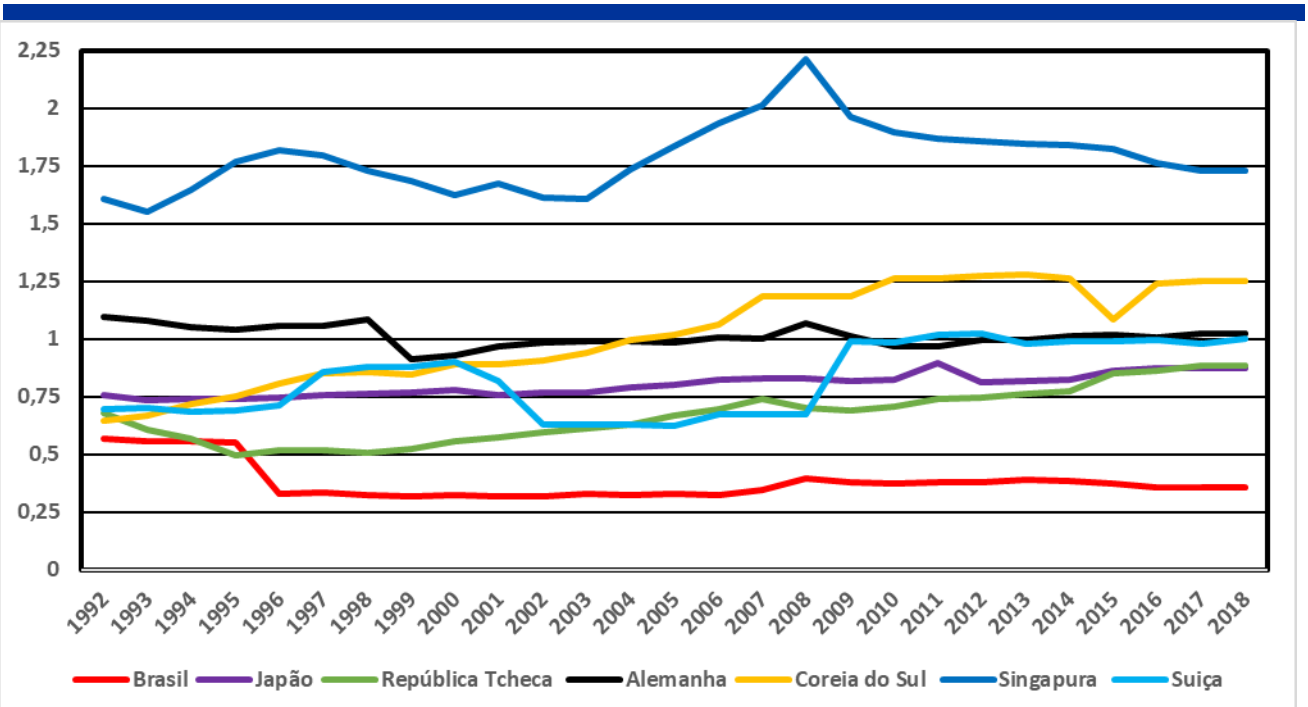
$N = n + q + p$, onde N é o número total de setores; n, q e p representam, respectivamente, o número total de setores de alta, média e baixa intensidade tecnológica;

O denominador de $\mathrm{IQE}_{i,t}$ deve ser maior que zero, $\left(\sum_{l=1}^{p} LT_{l,i,t} + \sum_{m=1}^{q} MT_{m,i,t}\right) > 0$, e indica que é necessário no mínimo uma fração da força de trabalho da estrutura produtiva nacional empregada em pelo menos um dos subsetores, de baixa ou média intensidade tecnológica.

A Figura 3 mostra os resultados do Índice de Qualidade do Emprego (IQE) nos 6 países com maior complexidade econômica e o Brasil (1992-2018).

Claramente percebe-se que: (i) entre os 6 países que possuem mais complexidade econômica, Singapura possui o melhor índice de qualidade do emprego; (ii) notória a ascensão da qualidade do emprego na Coréia do Sul e República Tcheca; (iii) o país com maior complexidade econômica não é o de maior qualidade do emprego; (iv) o Brasil reduziu a complexidade econômica (Tabela 1 e Figura 2) e qualidade do emprego (Figura 3), após a implantação do Plano Real, em 1994; (v) Há uma combinação de forte declínio do Brasil no *ranking* de complexidade econômica, de 25° para 49° (Tabela 1/ Figura 2), e uma queda com estagnação na qualidade do emprego (Figura 3); vi) entre períodos de maior ou menor complexidade econômica desde o ínicio das observações, todos os países líderes de

Figura 3 - Índice de qualidade do emprego nos países líderes de complexidade econômica e Brasil (1992-2018)



Fonte: United Nations Industrial Development Organization (UNIDO); Observatory of Economic Complexity (OEC), cálculo dos autores.

complexidade econômica melhoraram tal indicador ao longo do tempo, exceto a Alemanha, que caiu entre 1997 a 1999 e ficou estagnada entre 1999 a 2018.

O próximo passo reside em calcular o Hiato da Qualidade do Emprego (HQE). Utilizamos o índice de qualidade do emprego do Japão como *padrão de referência* para calcular o hiato da qualidade do emprego entre países, uma vez que, conforme a Tabela 1, o Japão lidera por décadas o indicador de complexidade econômica. Como alternativa, medimos o hiato da qualidade do emprego utilizando o índice de qualidade do emprego de Singapura como padrão de referência, uma vez que, apresenta omelhor índice de qualidade do emprego, mesmo não sendo o líder do *ranking* de complexidade econômica.

Segundo D´Amato *et al.* (2021), o hiato da qualidade do emprego, $\mathrm{HQE}_{i,t}$, por país, i, e por período, t, é definido como a razão entre o Índice de Qualidade do Emprego do país considerado como referência, $\mathrm{IQE}_{referência,t}$, com respeito ao país i, $\mathrm{IQE}_{i,t}$:

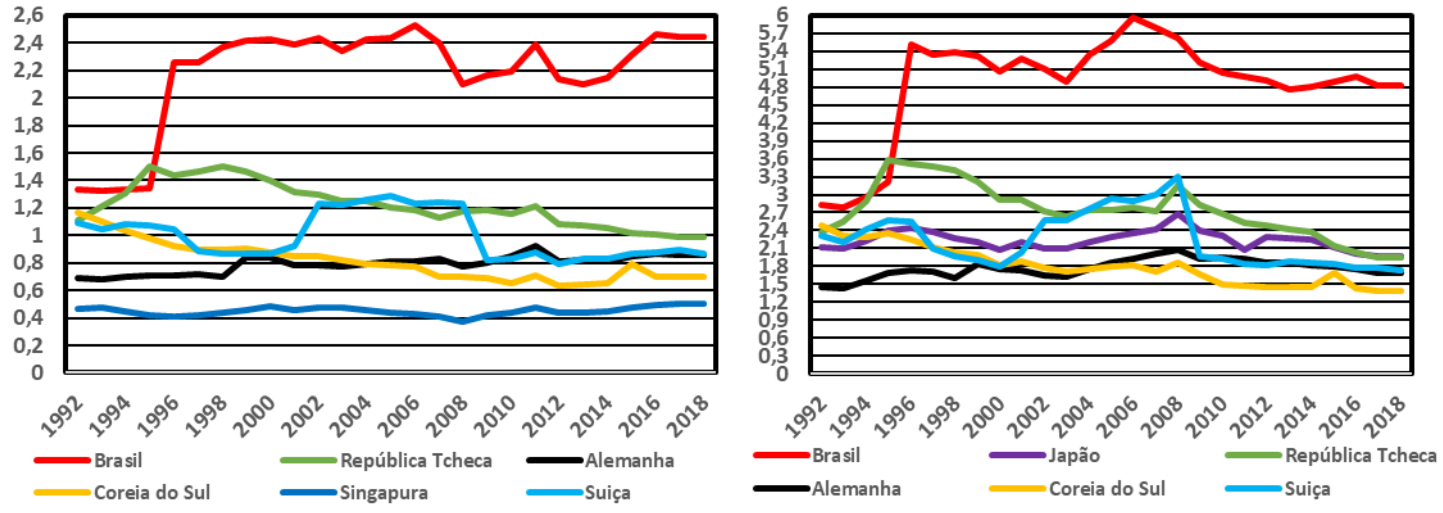
$$\mathrm{HQE}_{i,t} = \frac{\mathrm{IQE}_{referência,t}}{\mathrm{IQE}_{i,t}}$$

com $\mathrm{HQE}_{i,t} > 0$.

A Figura 4, *a* e *b,* mostram os resultados do Hiato Qualidade do Emprego (IQE) dos países selecionados na Tabela 1, com respeito ao países de referência, Japão e Singapura, nos anos de 1992 a 2018.

Nota-se que: (i) o Hiato da Qualidade do Emprego do Brasil com respeito ao Japão e Singapura aumentou muito após o plano Real. O hiato da qualidade do emprego do Brasil com respeito ao Japão subiu de 1,35 entre 1992 a 1995, para 2,44 em 2018; e com respeito a Singapura subiu de aproximadamente 3 entre

Figura 4—Hiato da qualidade do emprego com respeito ao Japão e Singapura (1992-2018)



Fonte: United Nations Industrial Development Organization (UNIDO); Observatory of Economic Complexity (OEC), cálculo dos autores

1992 a 1995, para aproximadamente 4,8 em 2018; (ii) o Japão, tem um hiato de qualidade do emprego com respeito a Singapura de aproximadamente 2, isto é, a qualidade do emprego no Japão é em torno de 2 vezes menor do que Singapura, muito embora ambos tenham ótima qualidade do emprego; (iii) ao longo do tempo, existe uma convergência do hiato da qualidade do emprego dos líderes em complexidade econômica com respeito ao Japão, exceto Singapura e Alemanha, que teviveram uma leve divergência; (iv) com respeito a qualidade do emprego de Singapura, os países líderes em complexidade econômica convergiram, exceto a Alemanha, que teve leve divergência.

Segundo List (1841), o que um país produz, importa. De acordo com Prebisch (1949), Hirschman (1958) e Szirmai (2012), o setor manufatureiro é o motor do crescimento por duas razões específicas, primeiro, a taxa de crescimento da produtividade que ocorre no setor manufatureiro é comparativamente alta, e em segundo, os ganhos do crescimento da produtividade são transferidos para os salários com maior elasticidade-renda.

Ademais, o fracasso em acompanhar o crescimento da tecnologia moderna, como é o caso do Brasil, resultou na estagnação e no declínio da economia, inclusive, gerando uma grande participação de pobres na sociedade, principalmente em momentos da retirada do papel do Estado na economia, com a falta de investimentos públicos em diversas áreas. Essa mudança estrutural regressiva tem impactos profundos sobre a estrutura do emprego, que se dirige para atividades de menor intensidade tecnológica ao longo do tempo. E ainda, na nossa visão, o Brasil corre sério risco de convergir para um país de renda baixa nos períodos mais adiante, dadas as políticas econômicas e sociais, principalmente, no governo atual.

O Brasil, que começou a se industrializar em algum momento do passado e vem se desindustrializando cronicamente ao longo de décadas, por diversos motivos políticos e estratégicos, deixou de se sofisticar, e claramente retrocede. Os setores com baixa, inexpressiva ou até mesmo ausência de intensidade tecnológica mantém uma parcela significativa de trabalhadores brasileiros empregados, exibindo extrema dificuldade na geração de empregos de boa qualidade e que poderiam refletir em melhores salários. Desta forma, devido a piora nos indicadores de emprego e da pandemia da COVID-19, cria-se uma expectativa que a qualidade do emprego no Brasil, para períodos pós 2018 continuarão piorando e até mesmo divergindo com respeito aos países líderes em complexidade econômica.

Os motivos são diversos, mas alguns que devem ser listados vão de encontro à retirada do papel do Estado na economia brasileira, este que executa políticas econômicas pífias, como o novo regime fiscal (Teto de Gastos), a recente política monetária restritiva do Banco Central, a falta de investimentos públicos em ciência, tecnologia e inovação, e demais setores da economia para melhorar a qualidade de vida da população.

É certo que a sociedade brasileira colhe e ainda continuará colhendo frutos amargos nos próximos anos, de um mercado de trabalho com efeito de histerese duplo, onde haverá elevado número de pessoas na força de trabalho desocupadas, desalentadas, com horas ociosas de trabalho (etc) e com qualidade de emprego, dada as condições de complexidade econômica dinâmica, pior do que antes do Plano Real. Isto resulta no aumento da desigualdade social, concentração de renda, queda da renda per capita, apagão no capital humano e um potencial declínio na capacidade de inovação.

Referências

Alshamsi, A., Pinheiro, F., Hidalgo, C., 2018. Optimal diversification strategies in the networks of related products and of related research areas. Nat. Commun. 9 (1), 7 Article 1328.

Araújo, R.; Lima, G. 2007. A structural economic dynamics approach to balance-of-payments constrained growth. Cambridge Journal of Economics, v. 31, 755–774.

Cimoli, M., Porcile, G. 2014. Technology, structural change and BOP-constrained growth: a structuralist toolbox. Cambridge Journal of Economics, v. 38, 215–237.

Damato, S. W. ; Oreiro, J. L. C. ; Dagostini, L. L. M. ; Gala, P. S. O. S. 2021. Measuring Technological Backwardness of Middle-And Low -Income Countries: The Employment Quality Gap and its Relationship with Per-Capita Income Gap. In: Recovery from the Covid-19 Pandemic: Re-thinking the role of the State towards safe, cohesive, sustainable, and innovative economies. The 33rd Annual European Association for Evolutionary Political Economy (EAEPE Conference), Napoles, v. 1., p. 120-143.

Dosi, G., Pavitt, K. ; Soete, L. 1990. The economics of technical change and international trade, New York University Press (distributed by Columbia University Press), New York.

Dosi, G.; Malerba, F.; Orsenigo, L. 1994. 'Evolutionary regimes and industrial dynamics', in L. Magnusson (ed.), Evolutionary and neo-Schumpeterian approaches to economics, pp. 203 -229, Springer, London.

Fagerberg, J. 1988. International competitiveness. Economic Journal, v. 98 (391), 355–374.

Furtado, C. 1964. Development and underdevelopment: A structural view of the problems of developed and underdeveloped countries, University of California Press, Berkeley.

Gala, P; Camargo, J; Magacho, G; Rocha, I. 2018. Sophisticated jobs matter for economic complexity: An empirical analysis based on input-output matrices and employment data. Structural Change and Economic Dynamics, 45, issue C, p. 1-8.

Hidalgo C. 2015. Why Information Grows: The evolution of order, from atoms to economics. Basic Books: New York.

Hidalgo, C.; Klinger, B.; Barabási, A.; Hausmann, R. 2007. The product space conditions the development of nations. Science, v. 317, Issue 5837, pp. 482-487.

Hirschman, A. 1958. The strategy of economic development, Yale University Press, New Haven.

Kaldor, N. 1967. Strategic factors in economic development. New York State School of Industrial and Labor Relations, Cornell University, Ithaca.

Lee, K. 2013. Schumpeterian analysis of economic catch-up: Knowledge, path-creation and middle-income trap, Cambridge University Press, Cambridge

Lewis, W.A. (1954). Economic development with unlimited supplies of labour. The Manchester School, v. 22, pp. 139-191.

List, F. 1841. Das nationale system der politischen konomie. Stuttgart/Tbingen.

McCombie, J.; Thirlwall, A.P. 1994. Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint. Palgrave Macmillan. 648 p.

Nelson, R.R.; Winter, S. (1982). An evolutionary theory of economic change, The Belknap Press of Harvard University, London.

Nishi, H., 2016. A multi-sectoral balance-of-payments-constrained growth model with sectoral heterogeneity. Structural Change and Economic Dynamic, v.39, 31–45.

Oreiro, J.L.C.; Gala, P.; Filho, H.L.F.; Silva, L.P. 2019. Taxa real de câmbio e mudança estrutural: teoria e evidência para o caso brasileiro. Boletim do Observatório da Indústria do Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, v.3, n.3, p.47-52.

Prebisch, R. 1949. El desarrollo económico de América Latina y su principales problemas, New York, United Nations.

Ros, J. 2013. Rethinking Economic Development, growth, and institutions. Oxford

University Press, New York., Chapter 1. 469p.

Rosenberg, N. (1982). Inside the black box: Technology and economics, Cambridge University Press, Cambridge.

Rosenstein-Rodan, P. N. 1943. Problems of Industrialisation of Eastern and South-Eastern Europe. The Economic Journal, vol. 53, no. 210/211, 1943, pp. 202–211

Rowthorn, R.; Ramaswamy, R. 1999. Growth, trade, and deindustrialization. IMF Staff papers, 46(1), 18-41.

Schultz, Theodore W. 1961. Investment in Human Capital. The American Economic Review, vol. 51, no. 1, pp. 1–17.

Schumpeter, J.A. 1942. Capitalism, socialism and democracy, Harper and Brothers, New York.

Szirmai, A. 2012. Industrialisation as an engine of growth in developing countries, 1950–2005. Structural change and economic dynamics, 23(4), 406-420.

The Growth Lab at Harvard University. The Atlas of Economic Complexity. Disponível em: http://www.atlas.cid.harvard.edu

Thirlwall, A. 1979. The Balance of Payments Constraint as an Explanation of International Growth Rate Differences. BNL Quarterly Review, vol. 32, issue 128, 45-53

Tregenna, F., Andreoni, A. 2020. Deindustrialisation reconsidered: structural shifts and sectoral heterogeneity. UCL Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper Series (IIPP WP 2020-06).

United Nations Industrial Development Organization (UNIDO). Datatabase on-line. Disponível em: https://stat.unido.org/

Verdoorn, J. P. 1949. Fattori che regolano lo sviluppo della produttivita del lavouro. L´Industria, 1, p. 3-10, 1949.

EVIDÊNCIAS SOBRE PADRÕES DE DESINDUSTRIALIZAÇÃO OU ESPECIALIZAÇÃO NA INDÚSTRIA MANUFATUREIRA

Eliane Araujo
Professora de Economia da Universidade Estadual de Maringá e bolsista produtividade do CNPQ .

Elisangela Araujo
Professora DCO/UEM

Samuel Costa Peres
Professor DCO/UEM

ÍNDICE

No debate sobre a desindustrialização, uma discussão que ganha cada vez mais relevância é a heterogeneidade setorial das atividades manufatureiras e como ela se relaciona com as diferentes trajetórias dos países, sejam eles desenvolvidos ou em desenvolvimento [TREGENNA E ANDREONI (2020); HAVERKAMP E CLARA, (2019)].

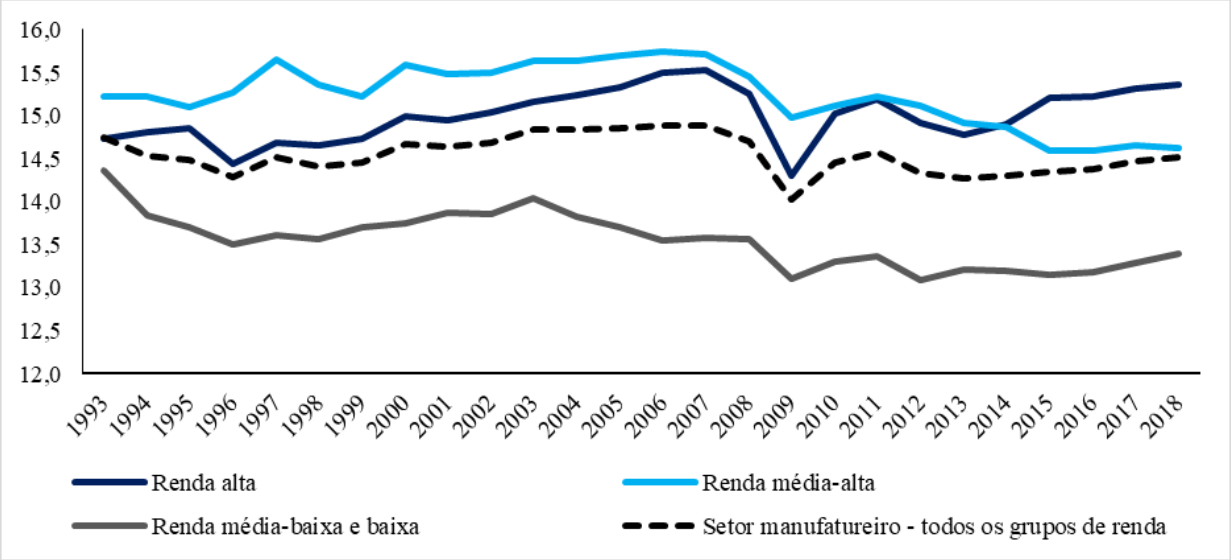
Esta heterogeneidade significa que, dentre os próprios subsetores da manufatura, o grau de intensidade tecnológica varia significativamente em termos de características e quantidade de produção, capacidades tecnológicas e organizacionais que são necessárias para produzir em escala eficiente, gerar inovação e competir internacionalmente. Isto implica que as trajetórias de industrialização e desindustrialização desses subsetores podem diferir substancialmente, refletindo o fato de que um país seria capaz de ser competitivo em cada subsetor, em diferentes níveis ou etapas de desenvolvimento econômico, produzindo uma parcela relativamente crescente de agregação de valor no PIB, bem como empregando um número maior de pessoas.

Sendo assim, a trajetória de industrialização envolveria pontos de inflexão entre os grandes setores, isto é, o setor manufatureiro, à medida que o país se desenvolve, não somente passa a ceder cada vez mais espaço para o setor de serviços, mas também passa por uma mudança estrutural, dentro da própria manufatura. Em outras palavras, conforme a renda *per capita* cresce, as economias podem migrar de atividades ou subsetores menos intensivos em tecnologia e conhecimento, para aqueles tecnologicamente mais sofisticados aumentando a participação nessa parcela da indústria de maior tecnologia e podendo, eventualmente, até mesmo se tornarem economias totalmente baseadas em serviços. Logo, não há razões para a crença em um processo homogêneo em que a manufatura se desindustrializaria, após certo ponto da trajetória de desenvolvimento

Em vista do exposto, este trabalho se propõe a investigar os diferentes padrões de desindustrialização apresentado pelas economias mundiais nas últimas décadas, por meio de uma análise descritiva dos dados da manufatura mundial para 111 países, no período entre 1993 a 2018, com uma breve discussão acerca de seus resultados e implicações

Iniciando pelo panorama geral da indústria global pode-se observar que, no período recente, embora a contribuição do setor manufatureiro ao valor adicionado total tenha, em média, se mantido relativamente constante, este padrão não se mantém quando analisados os diferentes grupos de renda. Conforme o Gráfico 1, para uma amostra total de 111 países, a parcela média do valor adicionado do setor manufatureiro no valor adicionado total manteve-se em torno de 14,5% entre 1993 e 2018. Contudo, no grupo de países de renda alta, o setor manufatureiro teve sua participação ampliada, de 14,7% para 15,4%,

Participação do setor manufatureiro no valor adicionado total, médias por grupo de renda, 1993-2018 (% em US$ constantes de 2015)



Fonte: Elaboração própria, a partir da base de dados da UNSD, National Accounts Main Aggregates.
Nota: Níveis de renda agrupados de acordo com a classificação do Banco Mundial. Os dados abrangem todos os países da amostra.

enquanto que o grupo das economias de renda média e baixa experimentaram uma retração. No grupo dos países de renda média, a referida parcela retraiu de 15,2% para 14,6% e, no grupo dos países de renda baixa, a queda foi de 14,4% para 13,4%.

A Tabela 1, traz essas informações, dividindo-se as economias por regiões geográficas. Nota-se que, entre 1993 e 2018, com exceção do grupo de países desenvolvidos e do leste e sul da Ásia, a contribuição do setor manufatureiro se reduziu nas demais regiões. Nestes 26 anos, a participação relativa do grupo dos países desenvolvidos cresceu 7,4%, em média; 22,0 % nas economias do leste asiático e pacífico, e 23,8% no sul da Ásia, cuja média de participação inclusive ultrapassou a média das economias desenvolvidas.

Naturalmente, o comportamento do setor manufatureiro dentro dos grupos de países é bastante heterogêneo. Entretanto, ao menos para o período analisado, os dados da Tabela 1 não parecem corroborar a expectativa geral de que o setor manufatureiro encolha à medida que os países se desenvolvem. Ao contrário, o comportamento do setor manufatureiro parece depender muito mais de decisões políticas e peculiaridades de cada país do que simplesmente o grau de desenvolvimento econômico. Como discutido acima, há diversos países de renda per capita elevada que continuam a expandir a parcela de sua indústria no PIB, e diversos países de renda baixa que, muito provavelmente, estão se desindustrializando precocemente.

É importante considerar também que, dentre os subsetores da manufatura, o grau de intensidade tecnológica varia significativamente em termos de características e quantidade de produção, de capacidades tecnológicas e organizacionais que são necessárias para produzir em escala eficiente, gerar inovação e competir internacionalmente. Isto significa que as trajetórias de industrialização e desindustrialização desses subsetores podem diferir substancialmente, refletindo a ideia de que um país seria capaz de ser competitivo em cada subsetor em diferentes níveis ou etapas de desenvolvimento econômico, produzindo uma parcela relativamente crescente de agregação de valor no PIB, bem como empregando um número maior de pessoas.

Tabela 1—Participação do setor manufatureiro no valor adicionado total, 1993-2018 (% em US$ constantes de 2015)

	1993	1999	2005	2011	2017	2018
Economias desenvolvidas	**14.8**	**15.0**	**15.6**	**15.4**	**15.9**	**15.9**
Alemanha	20.9	20.0	21.5	22.6	23.1	23.0
Estados Unidos	11.0	12.0	12.4	12.1	11.4	11.5
Japão	18.5	18.3	19.5	20.1	21.2	21.4
Reino Unido	15.7	14.3	12.1	11.4	10.4	10.4
Europa e Ásia Central	**15.8**	**13.6**	**13.5**	**12.7**	**12.7**	**12.8**
Rússia	16.2	15.4	16.3	14.4	14.2	14.1
Turquia	16.0	16.6	17.6	19.1	19.3	18.9
Ucrânia	20.8	19.8	19.7	17.4	14.6	14.2
América Latina e Caribe	**17.6**	**16.8**	**16.5**	**15.3**	**14.4**	**14.3**
Argentina	18.1	17.5	17.8	18.2	16.3	15.9
Brasil	16.1	15.3	16.1	14.1	12.1	12.2
Chile	18.2	15.8	15.4	13.9	12.5	12.6
Colômbia	17.3	14.7	16.2	15.0	13.4	13.3
México	18.9	20.6	19.4	18.2	18.2	18.2
Leste Asiático e Pacífico	**17.1**	**18.2**	**19.9**	**20.6**	**20.6**	**20.8**
China	30.0	29.8	30.2	32.2	29.3	29.1
Cingapura	20.0	20.9	21.7	22.6	20.5	21.1
Coreia do Sul	19.9	23.1	26.9	29.6	29.0	29.1
Malásia	20.5	22.6	25.1	23.1	22.6	22.6
Tailândia	24.9	28.2	29.3	28.7	26.7	27.3
Taiwan	19.4	19.3	22.9	28.7	32.6	32.7
Vietnã	8.8	10.4	13.7	13.8	17.2	18.1
Sul da Ásia	**13.6**	**14.6**	**15.6**	**16.1**	**16.7**	**16.9**
Bangladesh	11.1	12.6	13.4	15.3	18.7	19.7
Índia	13.4	14.2	14.8	16.4	17.1	17.0
Paquistão	11.2	10.9	13.4	13.4	13.4	13.4
Oriente Médio e Norte da África	**12.1**	**12.0**	**12.5**	**12.5**	**12.0**	**12.0**
Egito	14.0	16.8	16.9	16.6	16.0	15.9
Israel	19.4	18.5	17.5	16.0	13.3	13.1
Marrocos	19.3	19.2	17.4	17.5	17.4	17.8
Tunísia	16.9	18.1	17.5	17.1	16.0	15.8
África Subsaariana	**11.9**	**11.2**	**10.8**	**10.7**	**10.3**	**10.3**
África do Sul	15.1	15.0	15.1	14.1	13.3	13.3
Camarões	19.8	15.6	16.6	16.7	16.5	16.4
Nigéria	17.4	12.4	8.4	7.3	9.2	9.2
Senegal	22.6	21.5	20.9	20.3	18.7	18.6

Fonte: Elaboração própria, a partir da base de dados da UNSD (2021), National Accounts Main Aggregates.
Nota: Os valores regionais correspondem a médias não ponderadas. O setor manufatureiro corresponde ao setor D da ISIC Rev. 3. Amostra selecionada: Economias desenvolvidas: Austrália, Áustria, Bélgica, Bulgária, Canadá, Croácia, Chipre, Tcheca, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Itália, Japão, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Polônia, Portugal, Romênia, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estados Unidos. América Latina e Caribe: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Honduras, Jamaica, México, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago, Uruguai. Leste Asiático e Pacífico: Camboja, China, Hong Kong, Indonésia, República da Coréia, Malásia, Mongólia, Filipinas, Cingapura, Taiwan, Tailândia, Vietnã. Sul da Ásia: Bangladesh, Índia, Paquistão, Sri Lanka. Oriente Médio e Norte da África: Argélia, Bahrein, Egito, Irã, Iraque, Israel, Jordânia, Kuwait, Marrocos, Omã, Catar, Estado da Palestina, Tunísia, Emirados Árabes Unidos. África Subsaariana: Botswana, Burundi, Camarões, Etiópia, Gabão, Gâmbia, Quênia, Madagascar, Malaui, Maurício, Namíbia, Nigéria, Ruanda, Senegal, África do Sul, Tanzânia, Zâmbia.

A Figura 2, a seguir, sugere um aspecto importante investigado na pesquisa, qual seja, a ausência de relação entre PIB per capita e o tamanho do setor manufatureiro, ou talvez uma relação levemente positiva. Porém, o resultado mais intrigante é o de que a participação no PIB da manufatura de alta tecnologia parece seguir uma relação linear positiva com o nível de renda, sugerindo que em um nível crescente de desenvolvimento econômico, a trajetória de referência entre os países é de industrialização contínua. Ou seja, pode ser que, uma vez que um país entrou em um determinado subsetor de manufatura de alta tecnologia, ele pode cada vez mais aumentar sua participação relativa de contribuição para o PIB, e não necessariamente se desindustrializar à medida em que a renda se eleva, mudando da manufatura para os serviços.

Naturalmente, o comportamento do setor manufatureiro dentro dos grupos de países é bastante heterogêneo. Entretanto, ao menos para o período analisado, os dados da Tabela 1 não parecem corroborar a expectativa geral de que o setor manufatureiro encolha à medida que os países se desenvolvem. Ao contrário, o comportamento do setor manufatureiro parece depender muito mais de decisões políticas e peculiaridades de cada país do que simplesmente o grau de desenvolvimento econômico. Como discutido acima, há diversos países de renda per capita elevada que continuam a expandir a parcela de sua indústria no PIB, e diversos países de renda baixa que, muito provavelmente, estão se desindustrializando precocemente.

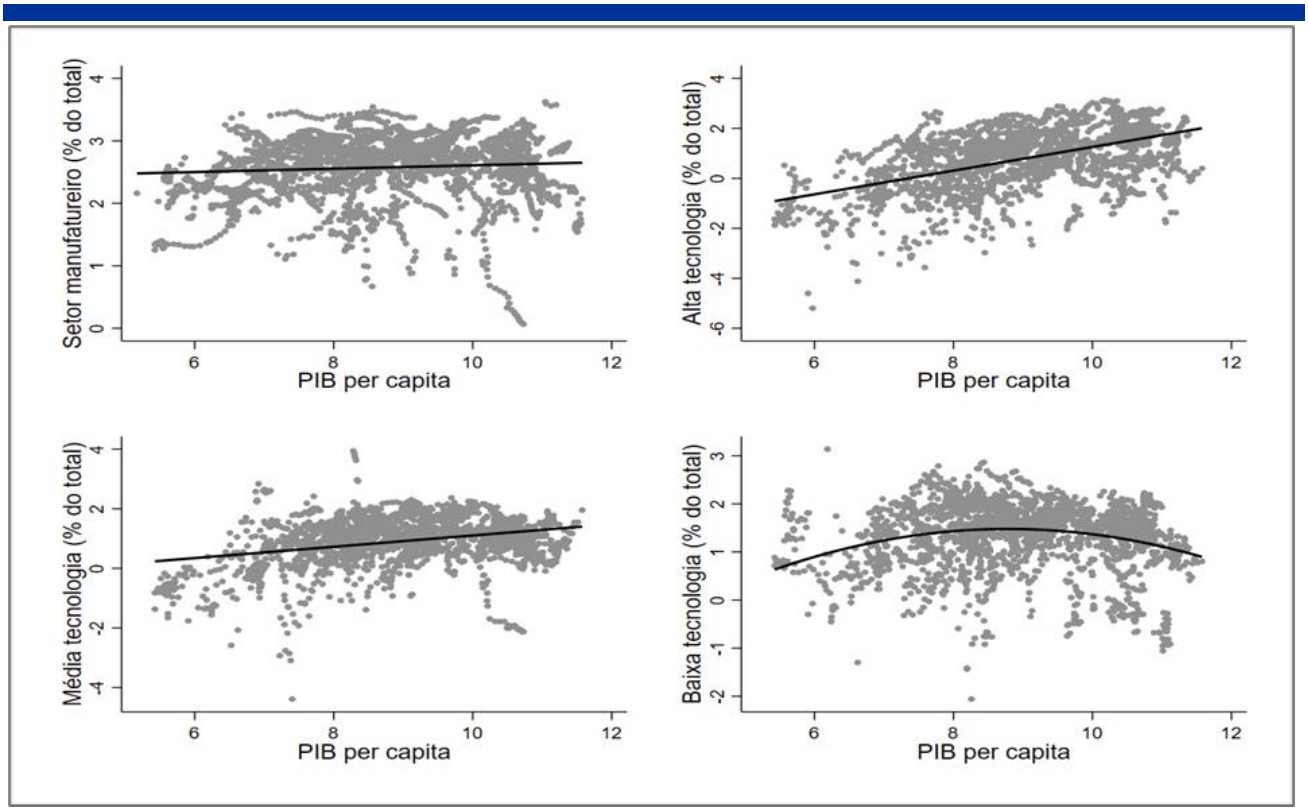
É importante considerar também que, dentre os subsetores da manufatura, o grau de intensidade tecnológica varia significativamente em termos de características e quantidade de produção, de capacidades tecnológicas e organizacionais que são necessárias para produzir em escala eficiente, gerar inovação e competir internacionalmente. Isto significa que as trajetórias de industrialização e desindustrialização desses subsetores podem diferir substancialmente, refletindo a ideia de que um país seria capaz de ser competitivo em cada subsetor em diferentes níveis ou etapas de desenvolvimento econômico, produzindo uma parcela relativamente crescente de agregação de valor no PIB, bem como empregando um número maior de pessoas.

A Figura 2, a seguir, sugere um aspecto importante investigado na pesquisa, qual seja, a ausência de relação entre PIB per capita e o tamanho do setor manufatureiro, ou talvez uma relação levemente positiva. Porém, o resultado mais intrigante é o de que a participação no PIB da manufatura de alta tecnologia parece seguir uma relação linear positiva com o nível de renda, sugerindo que em um nível crescente de desenvolvimento econômico, a trajetória de referência entre os países é de industrialização contínua. Ou seja, pode ser que, uma vez que um país entrou em um determinado subsetor de manufatura de alta tecnologia, ele pode cada vez mais aumentar sua participação relativa de contribuição para o PIB, e não necessariamente se desindustrializar à medida em que a renda se eleva, mudando da manufatura para os serviços.

A mesma relação pode ser observada com respeito aos subsetores de média tecnologia, embora a inclinação seja menor que a observada no subsetor de alta tecnologia. Já para o subsetor de baixa tecnologia, os dados parecem corroborar em alguma medida a tendência esperada de desindustrialização conforme os países se desenvolvem.

Os dados da Tabela 2, a seguir, oferecem um panorama da contribuição dos subsetores manufatureiros ao PIB, por nível tecnológico. É importante esclarecer, inicialmente, que os dados das Tabelas 1 e 2 não são diretamente comparáveis, pois as fontes são diferentes e,

Gráfico 2 – Participação do setor manufatureiro e dos subsetores tecnológicos no valor adicionado total versus o PIB per capita, 1993-2018



Fonte: Elaboração própria, a partir da base de dados da UNSD e UNIDO INDSTAT2.
Nota: Subsetores agrupados de acordo com o nível de tecnologia a partir da classificação UNIDO. Os dados estão em escala logarítmica e abrangem todos os países da amostra.

principalmente, há lacunas nas séries da INDSTAT2. No entanto, os dados permitem a observação de algumas tendências interessantes nos países que compõem cada grupo regional, particularmente, em termos de especialização dentro do setor manufatureiro.

Conforme se vê, no período 1993-2018, a estrutura produtiva das economias desenvolvidas tem se concentrado cada vez mais em atividades tecnologicamente mais sofisticadas, embora as atividades de baixa tecnologia ainda respondam, em média, por parte importante do valor adicionado do setor manufatureiro. No Leste asiático, destaca-se o impressionante crescimento do setor alta tecnologia, enquanto o movimento do setor de média tecnologia é mais modesto, e há uma manutenção ou ligeira queda da produção de baixa tecnologia. Pela média dos grupos, a contribuição do setor de alta tecnologia às economias da região parece já ser superior à contribuição equivalente nos países desenvolvidos. A predominância de atividades de baixa tecnologia também cresce nas economias da América Latina e o Caribe e da África Subsaariana, com a diferença de que, nas primeiras, a composição do valor adicionado tem se movido também em favor dos segmentos de média tecnologia, enquanto os de alta tecnologia mantêm-se estáveis, e no segundo grupo de economias, o subsetor de baixa tecnologia têm contribuído ainda mais para a geração de riqueza, em detrimento dos subsetores de alta e média tecnologia Nas economias em desenvolvimento da Europa e Ásia Central, o setor de baixa tecnologia também é o de maior contribuição no PIB, contudo, este parece estar encolhendo ao longo do período, enquanto o setor de média tecnologia cresce de forma acelerada, o de alta tecnologia mantém-se relativamente estável.

Em relação ao emprego no setor manufatureiro, o quadro é ligeiramente distinto do valor adicionado. Conforme mostra a Tabela 3, entre

Tabela 2 - Participação dos subsetores da manufatura no valor adicionado total, médias por região e nível de tecnologia, 1993-2018

	1993	1999	2005	2011	2017	2018
Economias desenvolvidas						
Alta tecnologia	3.8	4.5	5.6	6.9	5.9	6.3
Média tecnologia	2.5	2.6	3.7	4.0	3.6	3.8
Baixa tecnologia	4.8	4.4	5.0	5.2	4.4	4.6
Europa e Ásia Central						
Alta tecnologia	2.5	1.3	1.8	2.7	2.9	2.9
Média tecnologia	2.8	2.0	3.0	5.7	4.3	4.4
Baixa tecnologia	5.8	3.3	3.3	5.3	4.3	4.6
América Latina e Caribe						
Alta tecnologia	2.5	1.8	2.3	3.5	2.9	2.9
Média tecnologia	2.1	1.9	3.2	4.2	2.8	2.8
Baixa tecnologia	4.1	3.9	4.6	6.9	5.8	5.8
Leste Asiático e Pacífico						
Alta tecnologia	5.5	4.9	6.3	8.7	9.0	9.1
Média tecnologia	3.2	2.0	2.9	4.6	4.4	4.4
Baixa tecnologia	5.2	3.3	3.5	5.3	5.5	5.4
Sul da Ásia						
Alta tecnologia	1.3	1.7	3.1	3.0	2.4	2.4
Média tecnologia	1.1	1.3	2.9	3.2	3.2	3.1
Baixa tecnologia	3.2	3.2	-	5.0	5.7	5.4
Oriente Médio e Norte da África						
Alta tecnologia	1.3	2.1	2.0	3.5	3.1	3.1
Média tecnologia	2.7	2.9	3.3	8.9	5.6	5.5
Baixa tecnologia	3.0	3.6	3.2	3.8	3.7	3.6
África Subsaariana						
Alta tecnologia	1.8	0.8	1.1	1.4	1.1	1.2
Média tecnologia	2.0	1.6	2.3	2.3	1.7	1.8
Baixa tecnologia	5.6	5.0	5.5	7.2	6.6	6.8

Fonte: Elaboração própria, a partir da base de dados da UNIDO, INDSTAT2.
Notas: As médias dos subsetores são limitadas aos países com observações consistentes ao longo do período. As amostras de grupos de países são as seguintes: Países desenvolvidos: Austrália, Áustria, Bélgica, Bulgária, Canadá, Croácia, Chipre, Tcheca, Dinamarca, Estônia, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Islândia, Irlanda, Itália, Japão, Letônia, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Polônia, Portugal, Romênia, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido, Estados Unidos da América; Europa e Ásia Central: Quirguistão, Moldávia, Macedônia do Norte, Rússia, Turquia; América Latina e Caribe: Argentina, Brasil, Colômbia, Costa Rica, Equador, México, Peru, Uruguai; Leste Asiático e Pacífico: China, Hong Kong, Indonésia, Coréia, Malásia, Mongólia, Filipinas, Cingapura, Tailândia, Vietnã. Sul da Ásia: Índia, Sri Lanka. Oriente Médio e Norte da África: Argélia, Egito, Irã, Israel, Jordânia, Kuwait, Marrocos, Omã, Qatar, Estado da Palestina, Tunísia. África Subsaariana: Botswana, Quênia, Maurício, África do Sul, Tanzânia.

1993-2018, a média de participação do emprego nas atividades manufatureiras relativamente ao emprego total reduziu-se de 21,0% para 14,4% nas economias avançadas, mais acentuadamente nas atividades baixa tecnologia. O fato de o emprego manufatureiro estar se reduzindo neste período, ao contrário da contribuição do setor no PIB, reflete provavelmente que a produtividade na manufatura é mais elevada que em outros setores. Este comportamento também é observado no Leste asiático embora, aparentemente, essa redução não esteja ocorrendo nos subsetores de média e alta tecnologia, apenas nos de baixa tecnologia.

Nas economias em desenvolvimento da Europa e Ásia Central, América Latina e Caribe, Oriente Médio e Norte da África, e África Subsaariana, a

Tabela 3—Participação da manufatura geral e subsetores no emprego total, médias por região e nível de tecnologia, 1993-2018

	1993	1999	2005	2011	2017	2018
Economias desenvolvidas	**21.0**	**19.2**	**17.4**	**14.7**	**14.4**	**14.4**
Alta tecnologia	5.6	5.1	4.6	4.3	4.2	4.2
Média tecnologia	3.8	3.6	3.5	3.0	3.0	3.0
Baixa tecnologia	7.9	7.3	6.6	5.1	4.9	4.9
Europa e Ásia Central	**14.9**	**12.5**	**11.7**	**10.9**	**11.5**	**12.0**
Alta tecnologia	4.5	2.1	1.9	1.5	1.5	1.6
Média tecnologia	3.0	2.1	2.0	1.9	1.8	1.9
Baixa tecnologia	7.1	4.5	4.4	4.1	4.4	4.5
América Latina e Caribe	**15.1**	**13.7**	**12.4**	**11.4**	**11.0**	**11.0**
Alta tecnologia	1.0	0.8	0.9	1.2	1.1	1.1
Média tecnologia	1.0	0.8	0.9	1.1	0.9	0.9
Baixa tecnologia	3.5	3.0	3.7	3.9	3.4	3.4
Leste Asiático e Pacífico	**17.0**	**15.3**	**14.5**	**14.3**	**14.7**	**14.8**
Alta tecnologia	4.1	3.9	4.1	4.1	4.1	4.1
Média tecnologia	2.2	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1
Baixa tecnologia	5.3	3.5	3.7	3.5	3.6	3.5
Sul da Ásia	**12.3**	**12.2**	**13.3**	**14.1**	**15.4**	**15.3**
Alta tecnologia	0.6	0.5	0.5	0.6	0.9	0.9
Média tecnologia	0.8	0.7	0.5	0.8	0.9	0.9
Baixa tecnologia	3.7	3.0	1.0	3.5	7.5	8.0
Oriente Médio e Norte da África	**12.7**	**12.6**	**12.2**	**11.1**	**10.8**	**10.7**
Alta tecnologia	1.5	1.5	1.5	1.6	1.8	1.7
Média tecnologia	2.2	2.1	2.4	2.2	2.2	2.2
Baixa tecnologia	4.6	4.6	4.1	3.9	3.6	3.6
África Subsaariana	**8.4**	**8.0**	**6.7**	**6.1**	**5.9**	**5.9**
Alta tecnologia	1.4	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
Média tecnologia	1.2	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Baixa tecnologia	7.6	5.9	4.5	3.5	3.6	3.6

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Key Indicators of the Labour Market, da OIT, e UNIDO INDSTAT2.
Notas: Os dados da OIT são usados para o emprego geral na indústria e para toda a amostra de países, e INDSTAT2 para os subsetores e uma amostra limitada de países devido à falta de dados. Para os dados dos subsetores, os grupos de países são iguais aos da Tabela 2.

redução geral do emprego manufatureiro também é observada. Exceto na Europa e Ásia Central e África Subsaariana, em que a queda é consistente em todos os subsetores, nas duas outras regiões a redução do emprego é mais concentrada nos segmentos baixa tecnologia, mantendo-se praticamente inalterado nos demais subsetores. Interessante observar, que a única região em que o emprego industrial cresceu no período é o Sul da Ásia, basicamente devido ao forte crescimento do emprego nas atividades de baixa tecnologia.

Portanto, os dados mostram que existe uma considerável heterogeneidade nas observações para o setor manufatureiro, seja em termos de valor adicionado ou de emprego, seja em termos de grupos tecnológicos. Enquanto a estrutura produtiva nas economias desenvolvidas, além de um pequeno grupo de países em desenvolvimento, tem se concentrado cada vez mais em atividades tecnologicamente mais sofisticadas, na maioria dos países em desenvolvimento, são as atividades de baixa tecnologia que respondem pela maior parte do

valor adicionado do setor manufatureiro e das exportações.

No entanto, é sabido que o sucesso dos países em se mover para as atividades da indústria manufatureira mais avançada é crucial para o crescimento da produtividade (RODRIK, 2016, PALMA, 2014, TREGENNA, 2009). Nas economias avançadas, permite a manutenção de um setor industrial expressivo e a obtenção de crescimento. Já nos países em desenvolvimento, é fundamental para o processo de *catching up*, uma vez que tais setores têm mais condições para ampliar o escopo para a criação e captura de valor e a mudança tecnológica. Por esta razão, é de suma importância que se busquem respostas políticas efetivas, em particular nas economias em desenvolvimento, considerando-se a natureza específica da desindustrialização em contextos particulares a cada país.

Referências

HAVERKAMP; K. CLARA, M. (2019). Four shades of deindustrialization. Inclusive and Sustainable Industrial Development. United Nations Industrial Development Organization (UNIDO). Working Paper 2/2019.

PALMA, J. G. (2014). De-industrialisation, 'premature' de-industrialisation and the dutch-disease. Revista NECAT. Ano 3, nº5 Jan-Jun de 2014.

RODRIK, D. (2016). 'Premature deindustrialisation', *Journal of Economic Growth*, 21, 1-33.

TREGENNA, F.; ANDREONI, A. (2020). Deindustrialisation reconsidered: Structural shifts and sectoral heterogeneity. UCL - Institute for Innovation and Public Purpose, Working Paper Series (IIPP WP 2020-06). Available at: https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/wp2020-06

TREGENNA, F., (2009). Characterizing deindustrialization: an analysis of changes in manufacturing employment and output internationally. *Cambridge Journal of Economics*. 33.

UNIDO INDSTAT2. (2021). United Nations Industrial Development Organization: Industrial Statistics Database. United Nations, Vienna. Available at: https://stat.unido.org/. Acesso em 15/08/2021.

UNSD. (2021). United Nations Statistics Division: National Accounts Main Aggregates Database. United Nations, New York. Available at: https://unstats.un.org/. Acesso em 21/08/2021.

O DESENVOLVIMENTO LOCAL COMO UMA ALTERNATIVA À DOMINÂNCIA FINANCEIRA

Daniel Henriques
Mestre pela UFF e pesquisador do FINDE/UFF

ÍNDICE

De acordo com a tradição de análises macroeconômicas da Escola Francesa da Regulação, a noção de processo histórico-econômico define-se sob a conformação dos chamados "modos de regulação". Correspondem a esses, certas "arquiteturas institucionais" que se configuram a partir da "conjunção de instituições públicas e privadas, sob confluência de forças políticas representativas de interesses de classes e setores de atividade econômica" (BRUNO, 2019, p. 14).

A constituição de uma determinada arquitetura institucional é analisada a partir das denominadas "formas institucionais" (FI). São elas: modo de inserção internacional, estruturas de mercado e concorrência, regime monetário-financeiro, participação do Estado na economia e relações salariais. As formas institucionais se articulam ao longo da história e nos espaços geográficos em determinada hierarquia e complementaridade. O estabelecimento de uma configuração estável das formas institucionais, ao definir determinada arquitetura institucional, serve de substrato para a consolidação de um regime de acumulação (ou crescimento) e, por sua vez, para a efetivação do conjunto de políticas econômicas compatíveis com o mesmo (BRUNO, 2019).

O regime de acumulação industrial-fordista correspondeu a uma arquitetura institucional específica do período pós-2ª Guerra Mundial. Nessa, as FI estiveram hierarquicamente subordinadas às relações salariais derivadas do compromisso social fordista, no qual os ganhos de produtividade estavam relacionados diretamente aos salários em vista da acumulação intensiva de capitais sob o consumo de massa. Tal regime era compatível com as políticas econômicas intervencionistas keynesianas de administração da demanda agregada e, por sua vez, com a atuação mais direta do Estado na economia (*IBIDEM*).

Contudo, "a partir de 1968, a queda dos ganhos de produtividade atingiu diretamente a centralidade da relação salarial fordista e deu início a um período de grandes dificuldades macroeconômicas e estruturais" (BRUNO, 2019, p. 19). O regime de acumulação industrial-fordista entra em crise juntamente com todo o receituário de políticas e estratégias econômicas que vinha sendo adotado. Com isso, dá-se origem a uma nova arquitetura institucional, cujo regime de acumulação correspondente passa a ser controlado pelas finanças. Conjuga-se a esse, por sua vez, outro regime de política econômica, o neoliberal, pautado na prioridade à estabilidade de preços, livre concorrência e desregulamentação dos mercados, em especial o financeiro. O regime intervencionista keynesiano deixa de ter correspondência aos fins de um regime de "revalorização rentista-patrimonial dos capitais". O Estado perde autonomia e centralidade e as estratégias de planejamento nacional-desenvolvimentistas são esvaziadas e substituídas

por uma agenda política subserviente ao setor bancário-financeiro.

Na direção do que foi tratado, SOUZA (2006) observa que, a partir dessa nova agenda político-econômica predominante no capitalismo mundial, as noções de orçamento público equilibrado entre receitas e despesas e de ajuste fiscal tornam-se prevalentes na maioria dos países, em especial naqueles em desenvolvimento. Novas visões sobre o papel dos governos limitam a atuação do Estado sobre a economia ao substituírem as políticas keynesianas do pós-guerra pela adoção de políticas de restrição aos gastos públicos.

A ascensão e hegemonia do regime de acumulação rentista-financeiro, sua dominância ("financeirização") sobre a lógica de atuação dos mais variados agentes econômicos e a sua expressão nas políticas neoliberais restringem o espaço de planejamento do desenvolvimento econômico. Na mesma direção, avança-se no enfraquecimento das políticas de pleno emprego keynesianas e nas estruturas de proteção social do Welfare *State* relativas ao regime de crescimento industrial-fordista. Tal conjunção de fatores passa a exigir um esforço de adaptação e reinvenção dos governantes e gestores públicos para sustentação das condições de vida das populações através da prestação de serviços públicos.

Em vista disso, ainda segundo o trabalho citado, ressurgem nas últimas décadas "a importância do campo de conhecimento denominado políticas públicas, assim como das instituições, regras e modelos que regem sua decisão" (SOUZA, 2006, p. 20). Frente à prevalência de políticas restritivas dos gastos públicos, o "desenho e a execução de políticas públicas, tanto as econômicas quanto as sociais, ganharam maior visibilidade" (*IBIDEM*). A questão-chave que se explicita, principalmente no caso dos países em desenvolvimento, é "como desenhar políticas públicas capazes de impulsionar o desenvolvimento econômico e de promover a inclusão social de grande parte de sua população" (SOUZA, 2003, p. 12).

Sob uma nova ótica de planejamento, as estratégias e políticas de desenvolvimento tentam sobreviver ao esvaziamento da pauta nacional-desenvolvimentista conferido em meio à reestruturação do capitalismo mundial. A busca por alternativas de políticas que zelem ao bem-estar coletivo em meio à captura da ação do Estado faz com que o desenvolvimento possa encontrar face mais concreta no microcosmo das regiões subnacionais. Nessa direção, a proposição de desenvolvimento local ou endógeno ("a partir de baixo") surge como uma alternativa possível à sustentação econômica de um universo de cidadania e direitos sociais. Pequenos e médios aglomerados populacionais passam a ter de definir estratégias autônomas ou semiautônomas de crescimento e desenvolvimento para dinamizar suas economias locais e sustentar as demandas por serviços públicos.

Pequenos e médios aglomerados populacionais passam a ter de definir estratégias autônomas ou semiautônomas de crescimento e desenvolvimento para dinamizar suas economias locais e sustentar as demandas por serviços públicos.

Em Teixera, Feijó e Bateman (2020) é tratada a ideia de desenvolvimento "a partir de baixo" ou "de baixo para cima" (*bottom-up)* a partir do conceito de Estado de Desenvolvimento Local (EDL). Na perspectiva dos autores, é possível a formatação de uma estratégia de desenvolvimento local havendo ("modelo híbrido") ou não ("modelo puro") conjunção

[1] Uma compreensão interessante a respeito do conceito de dominância financeira e sua contextualização ao caso brasileiro está em BRUNO et al. (2011) e LAVINAS et al. (2017).

com a política do governo nacional. No caso último, é fundamental que se considere a relevância da possibilidade, frente ao que se explicitou acima, de se obter certa autonomia às condições político-econômicas impostas por uma institucionalidade a nível nacional.

Entre os aspectos destacados pelo trabalho citado está a essencialidade da construção de um arcabouço institucional local capaz de planejar e coordenar os encadeamentos produtivos (*backward* e *forward linkages*) dentro da atividade econômica da região. Além disso, caberia ao mesmo conferir funcionalidade ao financiamento do desenvolvimento regional, provendo o *funding* nos termos adequados aos projetos de investimento ensejados[2], mitigando as incertezas e os riscos envolvidos e conferindo um ambiente de confiança e estabilidade ao processo.

Avalia-se que apesar das dificuldades envolvidas nesse processo de desenvolvimento endógeno, os entes subnacionais teriam "maior flexibilidade do que governos centrais para realizarem mudanças de mercado e desenvolverem tecnologias e inovações capazes de atender a economias de escala com baixos níveis de produção" (BATEMAN, 2017, p. 9 *apud* TEIXEIRA, FEIJÓ e BATEMAN, 2021, p. 23). Argumenta-se ainda que o modelo de EDL seria mais adequado a 'promover os tipos "corretos" de empreendimentos, mais intimamente ligados à transformação estrutural, à diversificação e ao crescimento sustentado' (TEIXEIRA, FEIJÓ e BATEMAN, 2021, p. 23).

O EDL é uma amostra de possíveis alternativas aos gestores locais para sustentação das condições de vida de suas populações frente às dificuldades impostas por uma consolidada arquitetura institucional a nível macroeconômico que impõe pesadas restrições à conformação de um ambiente de cidadania. Nesse sentido, a construção de estruturas institucionais locais visando o planejamento da economia regional, sua dinamização e crescimento sustentado e o desenvolvimento econômico não sinaliza apenas no sentido de uma alternativa político-partidária autônoma às escolhas a nível nacional, mas uma concepção de resistência frente à estabelecida configuração estrutural do capitalismo mundial que impõe severas restrições ao bem-estar coletivo.

...a construção de estruturas institucionais locais visando o planejamento da economia regional, sua dinamização e crescimento sustentado e o desenvolvimento econômico não sinaliza apenas no sentido de uma alternativa político-partidária autônoma às escolhas a nível nacional, mas uma concepção de resistência frente à estabelecida configuração estrutural do capitalismo mundial que impõe severas restrições ao bem-estar coletivo.

A questão central, portanto, que justifica esse esforço de reflexão diz respeito à compreensão da relevância fundamental para a retomada do desenvolvimento no país da formatação de alternativas institucionais de âmbito local que possibilitem restaurar aspectos essenciais para a civilização e a humanidade. A racionalização dessa escolha se dá por meio da noção de que gestões administrativas na esfera microespacial, comprometidas com o provimento de bens e serviços públicos de qualidade, podem atuar pelos princípios do EDL, a despeito das

2 A questão do financiamento do investimento e sua funcionalidade ao desenvolvimento é tratada em STUDART e ALVES JR. (2019).

[3] Entende-se por "modo de regulação" a arquitetura ou configuração institucional (nos termos de BRUNO, 2019).

dificuldades com a esfera macroespacial onde sobrepõem-se regimes e regularidades moldados conforme a lógica do modo de regulação[3] prevalente.

Referências

BATEMAN, Milford. Bringing the local state back into development: the 'local developmental state' and the promotion of sustainable economic development and growth from the bottom-up. **SSRN Electronic Journal**, 2017. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/323973418_Bringing_the_Local_State_Back_into_Development_The_Local_Developmental_Statee_and_the_Promotion_of_Sustainable_Economic_Development_and_Growth_from_the_Bottom-Up. Acesso em: 03 de Jul. 2021.

BRUNO, Miguel. Regimes de Política Econômica e Acumulação de Capital: Configurações Pró e Antidesenvolvimento. In: FEIJÓ, Carmem; ARAÚJO, Eliane (Eds.) **Macroeconomia moderna**: as lições de Keynes para economias em desenvolvimento. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019.

BRUNO, Miguel *et al. Finance-Led Growth* Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 5, p. 730 -750, 2011. Disponível em: https://www.scielo.br/j/rep/a/JTNMBQRxKFkkkLbpDRzmcvG/?lang=pt&format=pdf. Acesso em: 02 de Jul. 2021.

LAVINAS, Lena; ARAÚJO, Eliane; BRUNO, Miguel. **Brasil**: vanguarda da financeirização entre os emergentes? Uma análise exploratória. Rio de Janeiro: IE-UFRJ, 2017. (Texto para Discussão, n. 32). Disponível em: https://www.ie.ufrj.br/images/IE/TDS/2017/TD_IE_032_2017_LAVINAS_ARA%C3%9AJO_BRUNO.pdf. Acesso em: 07 de Abr. 2020.

SOUZA, Celina. Políticas Públicas: Questões Temáticas e de Pesquisa, **Caderno CRH** 39: 11-24. 2003. Disponível em: https://periodicos.ufba.br/index.php/crh/article/view/18743/12116. Acesso em 03 de Jul. 2021.

_____. Políticas públicas: uma revisão da literatura. **Sociologias**. Porto Alegre, n.8, n.16, p.2045, jul./dez. 2006. Disponível em: https://www.scielo.br/pdf/soc/n16/a03n16. Acesso em 02 de Jul. 2021.

STUDART, R.; ALVES JR., A. Eficiência e Funcionalidade do Setor Financeiro no Desenvolvimento. In: FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. (Orgs.). **Macroeconomia moderna**: lições de Keynes para economias em desenvolvimento. Rio de Janeiro: Elsevier, 2019.

TEIXEIRA, Fernando; FEIJÓ, Carmem; BATEMAN, Milford. Como construir um arcabouço institucional eficiente para a gestão de recursos finitos: recomendações para o desenvolvimento de Maricá. In: **Estudos maricaenses**: o município de Maricá em debate. Instituto Municipal de Informação e Pesquisa Darcy Ribeiro (IDR).1. ed. Maricá, RJ: Editora Instituto Darcy Ribeiro, 2021.

A VELOCIDADE DE CIRCULAÇÃO DA MOEDA MUMBUCA E A CONCESSÃO DE MICROCRÉDITO PELO BANCO MUMBUCA EM MARICÁ DE 2018 A 2021*

Andrea Gama
Mestranda em Economia no PPGE/UFF
Jéssica Maldonado
Mestranda em Economia no PPGE/UFF
Fernando Freitas
Doutorando em Economia no PPGE/UFF

ÍNDICE

A Prefeitura de Maricá, na Região Metropolitana do Rio de Janeiro, teve expressiva atuação anticíclica com políticas sociais durante a pandemia de Covid-19. O Banco Mumbuca, responsável pela intermediação financeira entre a Prefeitura e beneficiários de programas sociais de transferência de renda, adotou semelhante postura anticíclica na concessão de microcrédito, ao injetar liquidez na economia e reforçar as políticas fiscais adotadas pela Prefeitura. Dados do período de 2018 a 2021 apontam que três quartos do montante total concedido foi concentrado no período de pandemia, em 2020. Portanto, o Banco não adotou postura conservadora aumentando sua preferência pela liquidez em um momento de crise.

A instabilidade financeira em Minsky e a oferta de crédito público na economia de mercado

Para Minsky (1980), a instabilidade é inerente ao capitalismo e deve-se à forma de financiamento da atividade econômica. Como ela é determinada de maneira endógena, crises financeiras não seriam resultado de acidentes ou erros de políticas econômicas, mas consequência do desapontamento de expectativas em larga escala. De acordo com o autor, a tendência de se endividar cada vez mais a curto prazo através de empréstimos, resultaria em uma maior suscetibilidade a crises financeiras. O problema da fragilidade financeira adviria de uma demanda cada vez maior por meios de financiamento e, a partir de um certo momento, de uma oferta inelástica de financiamento (Mollo, 1988).

Minsky aponta dois motivos para o surgimento desta instabilidade: a subjetividade na formação de expectativa dos agentes e a endogeneidade na oferta de moeda. O primeiro motivo

> deve-se ao fato de bancos e o público possuírem diferentes expectativas quanto ao rumo futuro dos seus retornos. Quanto ao segundo motivo para a instabilidade, a moeda pode ser gerada pelos bancos, através da expansão do crédito ou da criação da autoridade monetária.

Com a expansão econômica e o aumento do endividamento, e a consequente expansão da quantidade de moeda criada, o grau de fragilidade da economia aumenta, tornando-a mais suscetível a desapontamentos de expectativa. Em certo momento, os bancos, ainda que lucrando com a concessão de empréstimos, podem não querer

* 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 em reuniões e 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 a Fábio Waltenberg e Roberta Costa pela revisão detalhada do texto.

mais fazê-lo caso antecipem que o risco de emprestar se tornou grande (Mollo, 1988).

O resultado pode ser uma oferta inelástica de moeda, frente a uma demanda crescente.A baixa oferta de meios de financiamento resultaria na fragilidade financeira do sistema: agentes inseguros optariam por manter ativos líquidos e se desfazer de ativos ilíquidos, enquanto os bancos prefeririam não emprestar, racionando recursos para novos investimentosou rolagem de dívidas.

Bancos não dependentes de depósitos do público para emprestar, os quais não atuam como criadores de moeda, estariam mais dispostos a emprestar nesse momento, podendo ser a solução adequada para a oferta inelástica de moeda e o controle da fragilidade financeira. Quando o comportamento dos agentes vai em direção ao aumento da preferência pela liquidez e redução da oferta de meios de pagamento, o Estado deve prover liquidez e garantir a manutenção do crédito (Feil e Feijó, 2019), seja através de políticas fiscais e monetárias, seja pela expansão de crédito que controlariam a demanda agregada e potencializariam os efeitos da política fiscal (Marshall e Rochon, 2019). Nesse sentido, os bancos públicos assegurariam a oferta de meios de pagamento e o fluxo de investimentos, mesmo em momentos de recessão,contendo a fragilidade financeira.

...o aumento da emissão de mumbuca entre janeiro e julho de 2020 resultou no aumento da concessão de crédito a partir de agosto de 2020, com 74% do montante de microcrédito concedido em todo o período de 2018-2021 sendo concentrado no período da pandemia.

O ecossistema da mumbuca em Maricá

O Banco Mumbuca é um banco comunitário de desenvolvimento que atende à cidade de Maricá, criado no âmbito do Programa de Economia Solidária na lei municipal nº 2.448/2013 (Maricá, 2013). É uma organização sem fins lucrativos cuja principal atividade é fomentar a economia solidária. Um de seus principais instrumentos é a moeda social mumbuca,gerida pelo banco e com paridade 1:1 com o real, e circulação restrita no município. A concessão de microcrédito é feita via moeda social (Banco Mumbuca, 2021).

A emissão e a circulação da mumbuca estão atreladas ao pagamento de benefícios sociais pela prefeitura, que são repassados aos beneficiários pelo Banco Mumbuca. Os principais programas de transferência de renda da cidade são: a Renda Básica de Cidadania (RBC) e o Programa de Amparo ao Trabalhador (PAT). A RBC é um benefício pago mensalmente a aproximadamente 42 mil residentes de Maricá (Pereira et al., 2020). Em 2019, o benefício era de 130 mumbucas por pessoa, e em abril de 2020 passou a 300 mumbucas, em resposta à pandemia. Criado em março de 2020, também como resposta à crise, o PAT é um benefício de um salário mínimo mensal pago a trabalhadores autônomos, microempreendedores e informais de Maricá que tiveram suas atividades afetadas pela pandemia (Auxílio, 2020).

A receita do Banco Mumbuca provém de uma taxa de 2% cobrada dos comércios pelascompras realizadas em mumbuca e integra o Fundo do Banco Mumbuca. Do total arrecadado pelo banco, 60% é reservado para o microcrédito e 40% a outras ações sociais (Sciammarella,2020). Diferente dos bancos comerciais, o banco não cria moeda, uma vez que não empresta apartir de depósitos, e não depende da disponibilidade do público para liberar os recursos necessários. A

concessão de microcrédito pelo Banco Mumbuca teve início em junho de 2018.

O Mumbucred é uma carteira de crédito sem taxa de administração, juro de zero a 1% e duas modalidades principais: (i) crédito produtivo solidário, destinado a pequenos negócios (formais ou informais), com valor máximo emprestado por pessoa de até 10 mil mumbucas; e (ii) Casa Melhor, destinada à reforma de moradia ou à compra de móveis e eletrodomésticos, com valor máximo de 3 mil mumbucas (Banco Mumbuca, 2021b). O crédito é liberado em mumbuca, não conversível em real, e pode ser consumido apenas em negócios em Maricá que aceitam mumbuca (Instituto E-dinheiro Maricá, 2021a). Sobre créditos de até 2 mil mumbucas não incidem juros.

O Mumbucred é acessível a adultos residentes em Maricá que sejam correntistas do Banco Mumbuca. O indivíduo deve comparecer às Cirandas, que são oficinas promovidas peloBanco Mumbuca para que os tomadores de crédito se conheçam e sejam informados sobre o microcrédito, e onde se pode avaliar a necessidade e a capacidade de pagamento do solicitante (Instituto E-dinheiro Maricá, 2021a). A análise para concessão de crédito é feita caso a caso,o comprovante de renda só é obrigatório para o crédito concedido a trabalhadores de carteira assinada, e a consulta de inadimplência em outros bancos, embora seja parte do procedimento padrão, não é um impeditivo para concessão do crédito.

O acompanhamento dos tomadores de crédito é feito com visitas às residências e aos estabelecimentos (Sciammarella, 2020). O pagamento pode ser feito em quatro a dez parcelas. Em casos de inadimplência é cobrada uma taxa de 0,25% ao dia, e, caso a parcela não seja pagaapós 90 dias, os tomadores de crédito são negativados no SPC (Instituto E-dinheiro Maricá, 2021a). Durante a pandemia, a partir de abril de 2020, a obrigatoriedade dos pagamentos dasparcelas de crédito foi suspensa, assim como as visitas às residências.

O Banco Mumbuca não faz propaganda ou busca ativa da população para ofertar crédito. Dessa forma, a concessão de crédito é baseada na procura dos maricaenses. A maior parte dos solicitantes de crédito são beneficiários da RBC, já familiarizados com o banco e suas atividades e serviços. Além disso, a maior parte dos solicitantes de crédito são mulheres (Sciammarella, 2020).

O uso da mumbuca e o microcrédito na economia maricaense no período 2018-2021

Gama e Costa (2021) apontam um número crescente de transações e volume de mumbucas na economia maricaense desde 2018. Nesse período, marcado pela criação e ampliação do valor da RBC pagos a 42.500 pessoas, e início do PAT, houve ampliação do número de usuários da moeda mumbuca, assim como um aumento do número de comércios que a recebem. Entre março e outubro de 2020, o número de negócios cadastrados mais do que duplicou, passando de 3.705 para 8.276 (Gama e Costa, 2021). As autoras apontam também uma tendência de queda na conversão de mumbucas para reais. Uma consequência do maior volume de mumbucas em circulação é o aumento da arrecadação do Fundo Mumbuca, e, consequentemente, da quantidade de recursos disponíveis para o microcrédito.

Considerando a literatura sobre instabilidade financeira e a breve reflexão sobre o papel dos bancos públicos, é possível analisar se os dados de emissão da mumbuca e oferta de microcrédito, no período de 2018-2021, apontam diferenças entre o Banco Mumbuca e os bancos comerciais - análise que contribui para entendermos se a

instituição protege a economia municipal de fragilidades. Cabe investigar se, em um período de crise como o de 2020, o Banco reforçou as políticas fiscais contracíclicas da prefeitura, através do crédito e da manutenção daoferta de meios de financiamento. Para verificar essa hipótese, calculamos o percentual de arrecadação de microcrédito em relação à arrecadação total do Fundo do Banco Mumbuca entre fevereiro de 2018 e agosto de 2020.

Os dados utilizados foram cedidos pelo Banco Mumbuca e pelo Instituto E-dinheiro e abrangem: i) transações bancárias entre fevereiro de 2018 e agosto de 2020; ii) arrecadação do Fundo Mumbuca entre fevereiro de 2018 e agosto de 2020; ii) emissão de mumbuca entre janeiro de 2018 e fevereiro de 2021; iv) concessão de microcrédito entre junho de 2018 e fevereiro de 2021.

No período de fevereiro de 2018 a agosto de 2020, foram realizadas mais de 3 milhões de transações de transferências e compra de bens e serviços na cidade, totalizando aproximadamente 201 milhões de mumbucas, dado usado para calcular a velocidade de circulação da moeda[2]. Como o Banco Mumbuca não remunera o dinheiro parado na conta, o usuário não é incentivado a guardar dinheiro. Também não existem produtos financeiros disponíveis em mumbuca, a única possibilidade de investimento é na ampliação da capacidade produtiva, como abertura ou expansão de negócios próprios. Logo, na economia da mumbuca,os agentes econômicos têm incentivo para consumir, ao invés de poupar.

O conceito de velocidade da moeda é entendido como o número de vezes que o estoquede moeda circula, na aquisição de bens e serviços (Feijó, 2011). A velocidade de circulação da moeda equivale à razão entre o volume de transações em mumbuca e a quantidade de mumbucadisponível para uso, portanto não convertida para real.

Como os recursos destinados ao microcrédito advém da taxa de 2% sobre compras de bens e serviços, quanto maior a velocidade de circulação da mumbuca, maior será a arrecadaçãodo Banco Mumbuca e maior será o recurso disponível para concessão de crédito. Entre fevereiro de 2018 e agosto de 2020, a velocidade de circulação da mumbuca foi de 1,79.

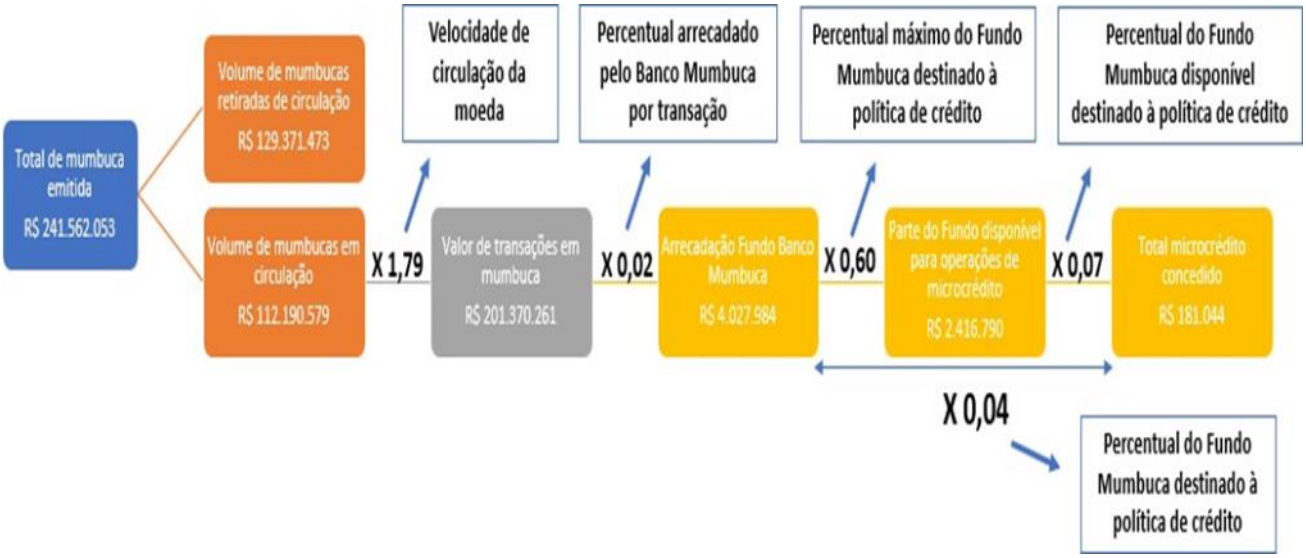
A figura 1 permite entender o funcionamento do ecossistema mumbuca em Maricá no período de fevereiro de 2018 até agosto de 2020. Como explicado, do total emitido, uma parte é convertida em reais e a outra é mantida em mumbucas. No período analisado, o total arrecadado pelo Fundo foi R$4.027.984, o Banco pode emprestar até 60% do total arrecadado,ou seja, aproximadamente 2,4 milhões. No entanto, do total arrecadado, apenas 4,49% (R$ 181.044) foram destinados à concessão de microcrédito, o que representa 7,5% do total disponível para operações de crédito (2,4 milhões de reais). Isto é, do total disponível para empréstimos, o Banco Mumbuca emprestou, de fato, 7,5% (R$181.044) entre fevereiro de 2018até agosto de 2020.

Em 2020, o volume de microcrédito concedido aumentou ou se manteve estável?

O volume total de microcrédito concedido no período de junho de 2018 até fevereiro de 2021 foi de R$ 652.914,00. O total de microcrédito concedido aumentou entre 2018 e 2020, como ilustrado na figura 2. O maior volume foi concedido em 2020, R$ 479.977,59, o que

2 Como estamos interessados na circulação de mumbuca, desconsideramos os pagamentos de boleto, visto que este tipo de transação retira a mumbuca de circulação em seu uso. Incluindo o pagamento de boletos, foi transacionado um volume total de mais de 244 milhões de mumbucas. Desses, 43 milhões (17,6% do total transacionado) foram transformados em reais no pagamento de boletos, possivelmente fugindo dos limites do município.

Figura 1 - Esquematização ecossistema da mumbuca em Maricá (fev/18 - ago/20)

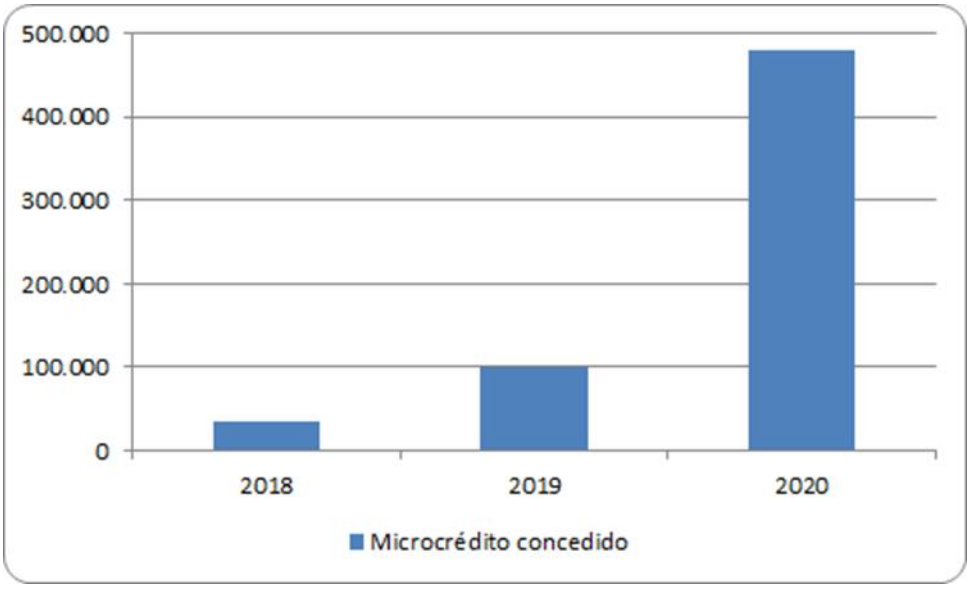


Fonte: elaboração própria com dados do Banco Mumbuca (2018-2020) e do Instituto E-dinheiro (2018-2021).

representa 74% do total. A concessão de microcrédito oscila ao longo de 2020, com uma concentração de 90% do total, tendo sido concedida entre setembro e dezembro. Uma possívelexplicação para essa variação ao longo do ano é a interrupção e desaceleração das atividades do banco entre abril e junho de 2020, em função do ajuste das operações no contexto da pandemia, zerando o volume de microcrédito concedido nesse período.

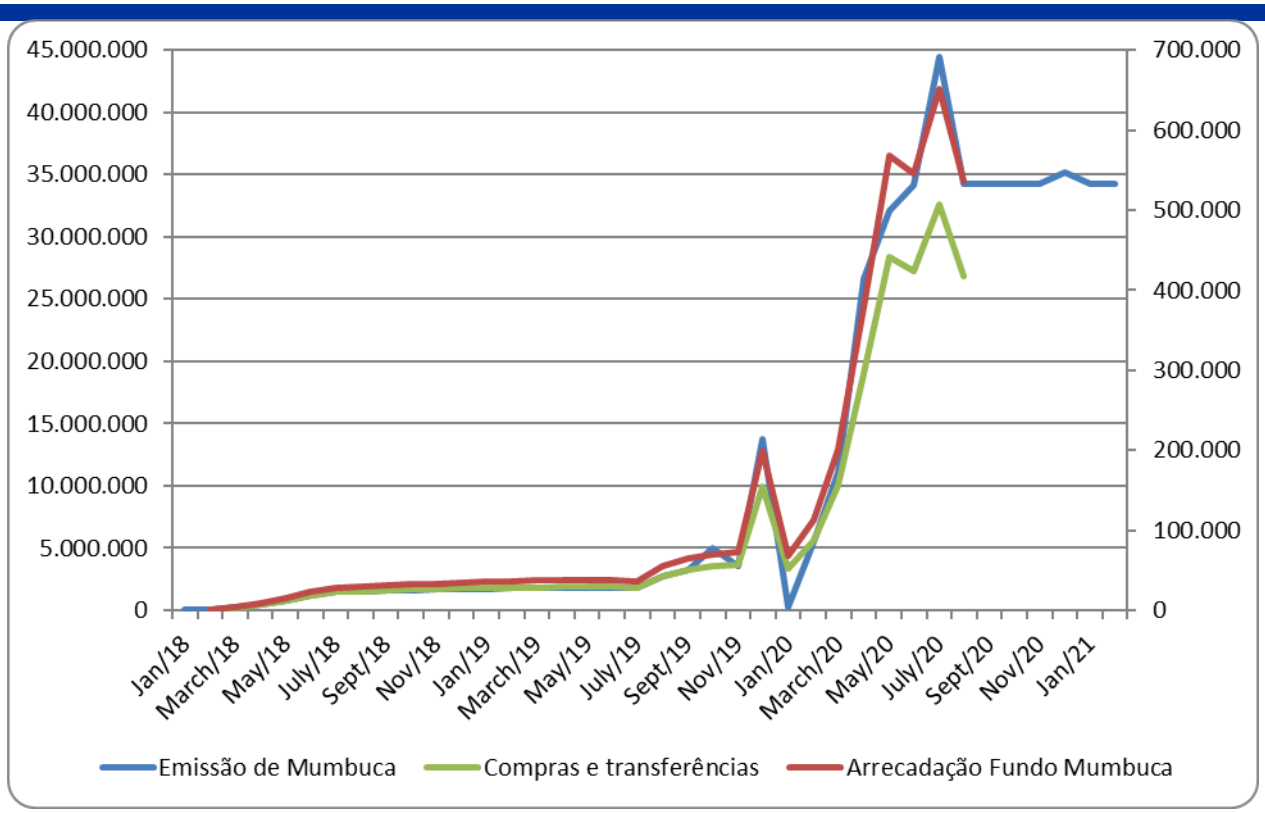
Assim, verificamos que o volume de microcrédito concedido aumentou em 2020 e, portanto, que o Banco Mumbuca não reduziu a oferta de financiamento durante a crise, excetono período em que interrompeu suas atividades, portanto não relacionado com preferência por liquidez. Importante ressaltar que os dados de arrecadação do fundo só estão disponíveis até agosto de 2020 e os dados de concessão de microcrédito estão completos para os três anos, e éapenas a partir de

Figura 2 - Concessão de microcrédito (2018-2020) (R$)



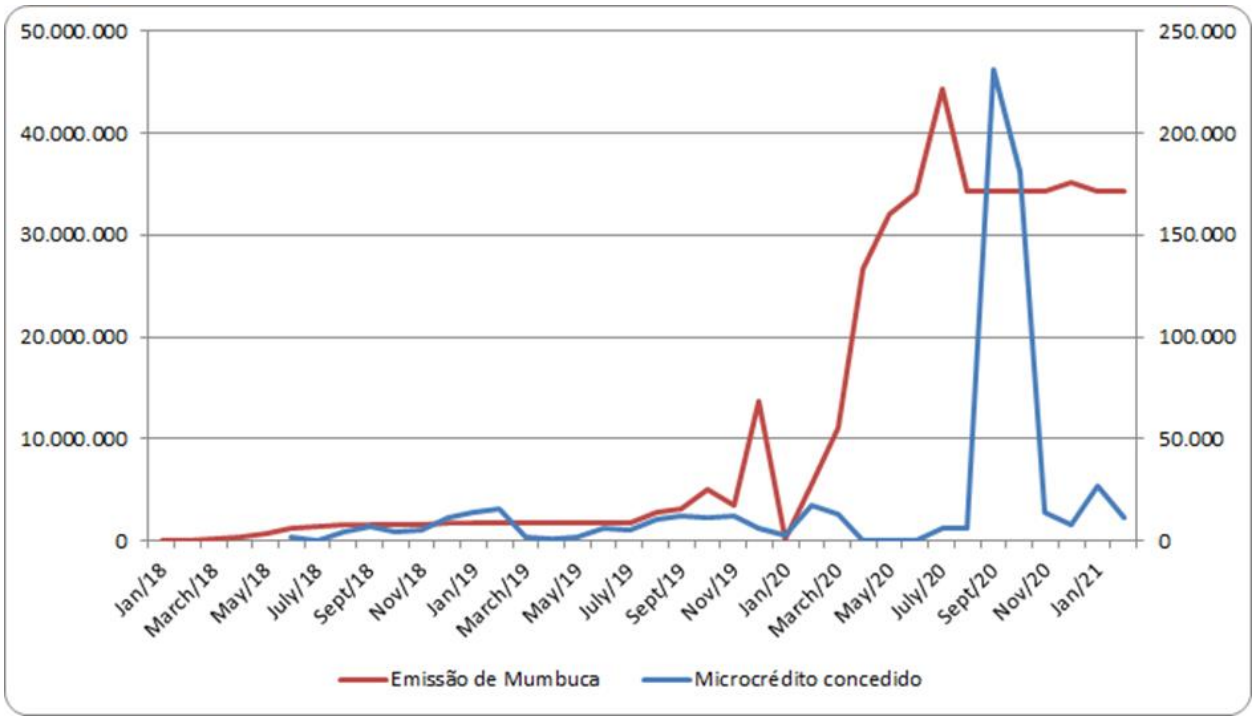
Fonte: elaboração própria com dados do Instituto E-dinheiro (2018-2021).

Figura 3 - Emissão e gastos em mumbuca vs. arrecadação do Fundo Mumbuca (R$)



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mumbuca (2018-2020) e Instituto E-dinheiro (2018-2021). Nota: O eixo da esquerda representa a emissão de mumbuca (linha azul) e gastos com compras e transferências (linha verde), e o eixo da direita representa a arrecadação do Fundo Mumbuca (linha vermelha).

Figura 4 - Emissão de mumbuca e concessão de microcrédito em mumbuca entre janeiro/2018 a fevereiro/2021 (R$)



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Mumbuca (2018-2020) e Instituto E-dinheiro (2018-2021). Nota: O eixo da esquerda representa a emissão de mumbuca (linha vermelha), e o eixo da direita representa o microcrédito concedido (linha azul)

setembro de 2020 que o volume de microcrédito concedido aumenta.

O aumento da emissão de mumbuca resultou no aumento da oferta de microcrédito?

Em 2019, com a expansão do programa da RBC, e, em 2020, com a adoção de políticasanticíclicas frente à pandemia de Covid-19, aumentou o volume de mumbuca em circulação na cidade. Representado na figura 3 abaixo, o aumento da emissão de mumbuca resulta, na maiorparte do tempo, no aumento de compras e transferências e, consequentemente, no aumento daarrecadação do Fundo Mumbuca.

O incremento da emissão de mumbuca no início de 2020 resultou no aumento da concessão de microcrédito na segunda metade do ano, ilustrado na figura 4 abaixo. Apesar dabaixa concessão de crédito em abril, maio e junho de 2020 devido à desaceleração das atividades do Banco nesse período, podemos concluir que as políticas econômicas municipais de combate à pandemia criadas em 2020 foram reforçadas pela política de crédito do Banco Mumbuca.

Conclusão

Em 2020, durante a crise econômica da pandemia da Covid-19, o volume de microcrédito concedido pelo Banco Mumbuca foi maior do que em anos anteriores, evidência de que o Banco Mumbuca não respondeu como os bancos comerciais a um momento de crise. Observamos que o aumento da emissão de mumbuca entre janeiro e julho de 2020 resultou no aumento da concessão de crédito a partir de agosto de 2020, com 74% do montante de microcrédito concedido em todo o período de 2018-2021 sendo concentrado no período da pandemia.

Contudo, a oferta de crédito por parte do Banco Mumbuca não é completamente elástica, pois depende dos seguintes fatores: (i) disponibilidade da prefeitura em liberar recursos através de programas sociais; (ii) volume de empréstimos solicitados pela população

- o serviço pode não ser tão conhecido ou atrativo como o de bancos comerciais; (iii) interesse do banco na concessão de crédito, dependendo do perfil financeiro e demanda do cliente; (iv) e da capacidade da população de gastar o recurso obtido em mumbuca - se, apesar de a prefeitura disponibilizar grande volume de recursos, a população decidir poupar ou consumir em reais (o que depende do seu grau de confiança na moeda), o Fundo do Banco Mumbuca será menor.

Em 2020, o Banco Mumbuca atuou em harmonia com a Prefeitura, implementando medidas anticíclicas através da concessão de microcréditos com cunho social, o que pode ter permitido manter aquecida a demanda agregada na economia maricaense. Como as políticas anticrise da Prefeitura continuam vigentes, é possível que o aumento da concessão de crédito continue reforçando as políticas anticrise. Assim, evita-se que a oferta de meios de pagamento seja responsabilidade apenas dos bancos comerciais, resultando em uma economia municipal menos frágil.

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.

Banco Mumbuca. Estatuto Social da Associação Banco Comunitário Popular de Maricá. Maricá, 2021. Disponível em: <http://www.bancomumbuca.com.br/assets/files/

Estatuto- BancoMumbucaatualizado.pdf>. Acesso em 27 de julho de 2021.

Banco Mumbuca. Mumbucred - Conheça nossas linhas de crédito. 2021b. Folder.

Feijó, C. A.; Feil, F. Bancos de desenvolvimento como braço de política econômica uma interpretação Minskiana aplicada ao caso do BNDES. Niterói: Finde, 2019.

Feijó, C. A. Inflação e preços. Em: Feijó, C. A. et al. Para entender a conjuntura econômica. Barueri, SP : Manole, 2011.

Gama, A. ; Costa, R. M. . Uma análise da intensificação da circulação da moeda social mumbuca de Maricá entre 2018 e 2020. Niterói: Finde, 2021

Instituto E-dinheiro Maricá. Mumbucred. c2021a. Disponível em: <https:// institutoedinheiromarica.org/mumbu-cred>. Acesso em: 29 de jun. de 2021.

Instituto E-dinheiro Maricá. Casa Melhor c2021b. Disponível em: <https:// institutoedinheiromarica.org/casa-melhor-pagina>. Acesso em: 29 de jun. de 2021.

Instituto E-dinheiro Maricá. Perguntas frequentes. c2021c. Disponível em: <https://institutoedinheiromarica.org/perguntas-frequentes>. Acesso em: 29 de jun. de 2021.

Maricá. Lei n. 2448, de 26 de junho de 2013. Institui o Programa Municipal de conomia Solidária, Combate à Pobreza e Desenvolvimento Econômico e Social de Maricá. 2013.

Marshall, W. C. & Rochon, L. P. Public Banking and Post-Keynesian Economic Theory. International Journal of Political Economy, Volume 48, pp. 60-75, 2019.

Minsky, H. P. Capitalist financial processes and the instability of capitalism. Journal of Economic Issues, v. 14, n. 2, p. 505-523, 1980.

Mollo, M. L, R. Instabilidade do capitalismo, incerteza e papel das autoridades monetárias: uma leitura de Minsky. Brazilian Journal of Political Economy, v. 8, n. 1, 1988.

Pereira, A. S.; Siqueira, D.; Senra, L.; Costa, N. M. 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.

Sciammarella, N. Em: BANCOS POPULARES E COMUNITÁRIOS / MOEDA SOCIAL

ELETRÔNICA CIRCULANTE, 2020, (online). Webinar. Youtube: Coordenação Estadual de Economia Solidária RJ. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Wotjq3cCuqQ&ab_channel=Coordena%C3%A7%C3%A3oEstadualdeEconomiaSolid%C3%A1riaRJ>. Acesso em: 1 de julho de 2021.

INTERNACIONALIZAÇÃO DO REAL E DO RENMINBI: FACES DA MESMA MOEDA?

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

ÍNDICE

A internacionalização de moedas é um tema que vem ganhando notoriedade no debate econômico. Uma moeda internacional é aquela que é utilizada nas transações entre não residentes fora das fronteiras do país emissor (KENEN, 2009). Nesse sentido, a internacionalização refere-se ao movimento de maior utilização das moedas de um país por agentes não residentes e é analisada de maneira distinta entre as visões convencional e pós-keynesiana. Como mostra Orsi (2019), a visão *mainstream* se apoia na Economia Política Internacional (EPI) e analisa apenas a dinâmica das moedas centrais. Dentro deste arcabouço teórico, a posição de uma moeda na hierarquia é determinada pelo seu grau de internacionalização. Já a teoria pós-keynesiana, analisa outros componentes como o prêmio de liquidez, preferência pela liquidez dos investidores e os motivos de demanda por moeda (transação, precaução e especulação) no âmbito internacional. Esses fatores são considerados fundamentais para entender a posição de uma moeda na hierarquia e seu grau de internacionalização. A visão pós-keynesiana admite que existem diferentes tipos de internacionalização e que as moedas periféricas são usualmente internacionalizadas na forma de investimento especulativo de curto prazo, uma vez que oferecem os menores prêmios de liquidez. Como consequência, os países emissores dessas moedas precisam oferecer um elevado diferencial de juros para compensar seu baixo retorno e atrair investidores estrangeiros.

Uma moeda internacional é capaz de exercer as funções básicas da moeda também fora das fronteiras do país emissor. A internacionalização aproxima os mercados doméstico e internacional, ou seja, alterações nas condições externas irão impactar significativamente o movimento de preços dos ativos domésticos, mesmo que não haja mudanças nas condições internas. Assim, um país só deve iniciar o processo de internacionalização de sua moeda caso seja capaz de sustentar uma posição importante nos mercados financeiros internacionais, além de ter um sistema financeiro doméstico capaz de amortecer possíveis oscilações.

Isto posto, o artigo pretende contribuir para o debate apresentando uma análise comparativa entre os tipos de internacionalização do real brasileiro (BRL) e do renminbi chinês (RMB), devido à importância do Brasil na América Latina e da China como segunda economia mundial. BRL e RMB apresentam divergências em relação ao início da internacionalização e os efeitos deflagrados. De maneira geral, enquanto o caso do RMB é um processo gradual e deliberado do governo chinês, o caso do BRL não foi um objetivo de política *per se*, apesar das medidas adotadas pelo governo brasileiro. O argumento utilizado é que Brasil e China, além de se distinguirem em termos de importância geopolítica e econômica, possuem objetivos de política opostos.

Internacionalização de moedas

Kenen (2009) destaca algumas condições para um país promover o processo de internacionalização de sua moeda. Primeiramente, o governo deve permitir que todas as entidades atuem livremente na compra ou venda da moeda doméstica, tanto no mercado nacional quanto no internacional. Nesse sentido, é necessário que haja uma regulação eficiente sobre as posições em moeda estrangeira dos bancos domésticos. Ademais, as firmas e instituições financeiras estrangeiras podem emitir instrumentos negociáveis denominados na moeda do país. Por fim, é importante que a moeda a ser internacionalizada seja incluída na 'cesta de moedas' de outras nações.

A internacionalização de uma moeda possui um caráter dual, isto é, apresenta benefícios e custos, que devem ser considerados pelos governos que desejam avançar nesse processo. Dentre os benefícios estão a redução do risco cambial, desenvolvimento do setor bancário doméstico, senhoriagem internacional, uma agenda macroeconômica mais flexível e maior prestígio internacional. Não obstante, também existem alguns custos associados à internacionalização de moedas. Kenen (2009) argumenta que este processo não pode ser promovido por um país cuja taxa de câmbio seja fixa, pois limita as ações do banco central em relação às taxas de juros domésticas e a oferta de moeda em operações de *open market*.

Outro fator seria a possibilidade de depreciação da moeda caso os agentes estrangeiros avaliem que os preços dos ativos denominados na moeda internacionalizada possam cair. Este risco pode ocorrer caso o país possua uma elevada dívida denominada em moeda estrangeira mas um volume de reservas oficiais baixo. Os agentes podem supor que o governo não será capaz de honrar suas dívidas e irão buscar denominar seus ativos em uma moeda mais 'segura'. Adicionalmente, as taxas de câmbio e de juros podem se tornar mais voláteis devido à internacionalização e à emissão de dívida denominada em moeda doméstica nos mercados estrangeiros. A redução do espaço de política econômica também é um custo para o país emissor de uma moeda internacional.

Em síntese, o reconhecimento de que existem diferentes tipos e graus de internacionalização é fundamental para entender os limites, custos e benefícios para a economia que pretende avançar nesse processo. Apesar do progresso na participação de moedas periféricas no mercado internacional, sua participação ainda é muito limitada para que o SMI atual se transforme em um sistema composto por diversas moedas.

A tabela 1 sintetiza as funções da moeda internacional de acordo com a visão *maisntream*. Como mostra Cohen (2009), a análise pode ser feita através da ótica do governo e do mercado privado. No caso do governo, a moeda internacional serve de referência para a taxa de câmbio e funciona como moeda reserva. Para os mercados, a moeda internacional é crucial para o comércio cambial e investimentos financeiros. Enquanto meio de troca, a moeda internacional pode ser utilizada no mercado cambial e no comércio com outros países. Como unidade de conta, ela pode denominar títulos e obrigações no mercado financeiro. Por fim, enquanto reserva de valor, a moeda internacional pode ser utilizada na forma de reservas internacionais e investimento.

Internacionalização de moedas periféricas

Existem mais dois tipos de internacionalização que não são incluídos no arcabouço da EPI: moeda de financiamento (KALTENBRUNNER, 2015) e moeda de investimento especulativo de curto prazo (ORSI, 2019). De acordo com Kaltenbrunner (2015), a internacionalização do

Tabela 1 - As funções da moeda internacional

Função	Meio de troca	Unidade de conta	Reserva de valor
Uso privado	Moeda veicular/ liquidação comercial	Faturamento comercial	Moeda de investimento
Uso público	Moeda de intervenção	Âncora da taxa de câmbio	Moeda reserva

Uso público Moeda de intervenção Âncora da taxa de câmbio Moeda reserva

tipo moeda de financiamento ('funding currency') ocorre quando a moeda é utilizada para denominar passivos de investidores não residentes. Para tanto, é necessário que a moeda possua baixo rendimento. Belfrage et al (2016) mostram que o maior uso da moeda nacional como moeda de financiamento pode reduzir os efeitos adversos provocados pela internacionalização e maior integração financeira, pois não exerce pressões instabilizadoras sobre a taxa de câmbio. Entretanto, a transição para uma moeda de financiamento torna-se complicada numa economia caracterizada por altas taxas de juros e câmbio volátil.

Assim, as moedas centrais são internacionalizadas na forma de moeda de investimento e desempenham no nível internacional a função de reserva de riqueza, pois possuem um elevado prêmio de liquidez. De maneira oposta, as moedas periféricas são usualmente internacionalizadas como moeda de investimento especulativo, pois desempenham no âmbito internacional a função reserva de valor. Nesse sentido, argumenta Orsi (2019), esse tipo de internacionalização não aumenta o prêmio de liquidez das moedas periféricas. Consequentemente, não engendra um movimento ascendente na hierarquia. Portanto, o aumento do uso internacional das moedas periféricas não altera seu prêmio de liquidez e não gera maior confiança por parte dos investidores estrangeiros. Os países emissores dessas moedas continuam dependentes de elevadas taxas de juros para compensar o baixo prêmio de liquidez. No entanto, o aumento das taxas de juros acaba atraindo fluxos de capitais especulativos e voláteis. Os agentes não residentes irão demandar essas moedas em busca de maior rentabilidade, principalmente em períodos de menor preferência pela liquidez.

Na abordagem da EPI, há uma relação direta e linear entre a posição de uma moeda na hierarquia e sua internacionalização. Ou seja, quanto maior for o grau de internacionalização de uma moeda, maior será sua posição na hierarquia monetária. No entanto, essa abordagem é limitada pois se concentra da dinâmica das moedas centrais, não analisando as especificidades das moedas periféricas. Já na perspectiva pós-keynesiana, o que determina a posição de uma moeda na hierarquia é seu prêmio de liquidez. De fato, as moedas periféricas vêm aumentando seu uso internacional mas não sobem na hierarquia. Portanto, a relação entre a posição na hierarquia e a internacionalização não é direta e linear (ORSI, 2019).

Em síntese, existem diferentes tipos de internacionalização e as moedas periféricas são usualmente internacionalizadas na forma de investimento de curto prazo. Este processo possui diferentes dimensões e a moeda internacionalizada pode ser totalmente negociada entre não residentes – como o dólar americano – ou negociada entre residentes e não residentes. A nacionalidade e a residência dos agentes que negociam com a moeda doméstica são fatores cruciais para entender o tipo de internacionalização. Dados do Relatório Trienal do BIS (2019) mostram que, em 2019, o dólar

americano (88,3%) foi a moeda com maior participação no volume de negócios do mercado de câmbio global, seguido pelo euro (32,3%), iene japonês (16,8%) e libra (12,8%). Em relação às moedas do BRICS, a melhor participação é do renminbi chinês (4,3%), seguido da rupia indiana (1,7%), do rublo russo (1,1%), do rand sul-africano (1,1%) e real brasileiro (1,1%).[1] Pensando na hierarquia das moedas a partir desses dados, observa-se que, de fato, as moedas emitidas pelos países centrais ocupam os lugares mais altos da hierarquia.

O caso do real brasileiro

De acordo com Kaltenbrunner (2011), a internacionalização da moeda brasileira foi resultado de dois processos correlacionados: o aumento das negociações do BRL como ativo internacional e a maior exposição de investidores internacionais a ativos de curto prazo denominados em BRL. O maior uso do BRL por não residentes foi beneficiado pela liquidez fornecida aos investidores estrangeiros através dos mercados financeiro e de câmbio. O setor financeiro brasileiro possui uma estrutura heterogênea, um mercado de derivativos altamente líquido e concentra ativos de curto prazo. Outro fator que contribuiu foi a arquitetura macroeconômica baseada no Regime de Metas de Inflação (RMI) e taxa de câmbio flutuante (pelo menos oficialmente). Essas características institucionais e macroeconômicas foram elementos cruciais para tornar o mercado brasileiro atrativo para os investidores internacionais, pois oferece altos retornos sobre a taxa de câmbio e sobre a taxa de juros.

A internacionalização do BRL teve início em 2003 e se acentuou durante a crise financeira de 2008. Como muitos investidores estrangeiros possuíam ativos de curto prazo vinculados ao BRL, 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. Com efeito, como mostra Orsi (2019), o BRL foi internacionalizado como ativo especulativo de curto prazo, devido ao seu baixo prêmio de liquidez. Como mencionado, esse tipo de internacionalização é comum dentre as moedas periféricas. Para Belfrage et al (2016), o tipo de internacionalização do BRL acaba atrapalhando a adoção de medidas voltadas para o crescimento interno, pois torna a economia brasileira mais propensa a choques externos devido à desregulamentação financeira.

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 BRL. 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).

[1] Como as transações com câmbio são feitas utilizando duas moedas, o somatório das participações é 200%.

Através de algumas entrevistas com funcionários do Banco Central do Brasil, Orsi (2019) constatou que o processo de internacionalização do BRL 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 BRL por não residentes e o Sistema de Pagamentos em Moeda Local (SML), criado no final de 2008. O SML, que é administrado pelo BCB, permite que exportadores e importadores possam usar suas moedas locais para realizar operações de forma rápida e sem burocracia, reduzindo a exposição dos agentes às oscilações cambiais. Nesse sentido, dois países envolvidos em um contrato operam com suas moedas domésticas e os respectivos bancos centrais utilizam o dólar para realizar a operação de câmbio. Apenas os países do Mercosul – Brasil, Argentina, Paraguai e Uruguai – estão autorizados a operar no SML.

Em síntese, o SML é uma forma de promover a internacionalização do BRL como moeda de faturamento (*invoice currency*), mas não como liquidação de negócios (*trade settlement currency*) ou moeda veicular (*vehicle currency*). Como o dólar ainda é utilizado para as operações de câmbio no SML, a moeda norte-americana continua exercendo o papel de moeda veicular. Portanto, o uso regional do BRL no âmbito do SML engendra uma maior integração entre o Brasil e os países do Mercosul. Ainda que não seja um objetivo explícito de internacionalização da moeda brasileira, o SML contribui para o uso do BRL como moeda de faturamento. Como observa Orsi (2019), o aumento da utilização do BRL nos mercados internacionais não provocou uma melhora na posição da moeda brasileira na hierarquia, pois o tipo de internacionalização adotado transformou o BRL em um ativo de curto prazo.

A expansão do SML através da inclusão de outros países pode ser um facilitador para um maior uso do BRL e maior integração regional da economia brasileira. Mais recentemente, o Projeto de Lei n° 5.387 de 2019, ainda em tramitação, busca reformular o mercado de câmbio brasileiro. O objetivo é ampliar o mercado cambial para investidores estrangeiros e promover uma maior conversibilidade do BRL. A 'modernização' do mercado de câmbio brasileiro pode permitir a abertura de contas no Brasil em moeda estrangeira. Hoje, somente agentes autorizados detêm esse direito. Outra mudança seria a regulamentação de *fintechs* no mercado cambial sem a necessidade de um vínculo com um banco ou corretora. Outras alterações na legislação do comércio exterior e simplificação sobre remessas enviadas do Brasil para o exterior.

No que diz respeito ao BRL, a principal mudança seria promover a maior conversibilidade da moeda brasileira, reduzindo as restrições do mercado de câmbio e permitindo que ordens de pagamento denominadas em BRL sejam enviadas para o exterior, desde que uma conta em BRL seja mantida no Brasil. O projeto ainda está em tramitação e precisa passar pela aprovação da Câmara, do Senado e, posteriormente, ser sancionado pelo presidente da república. Caso seja aprovada, a nova lei ainda precisará de um bom tempo para adaptar as novas regras. Portanto, ainda não há indicativos se este projeto será capaz de viabilizar uma maior conversibilidade do BRL, e se isso terá impactos no processo de internacionalização da moeda brasileira.

Por fim, analisando o Relatório Trienal do BIS (2019), o BRL teve um modesto aumento na participação no volume de negócios do mercado de câmbio global. Em 2004, a participação do BRL era de 0,3%, ocupando a 21ª posição do ranking. Em 2007, passou a ser 0,4% (21ª

posição) e em 2010 foi 0,7%, mantendo a 17ª posição. Em 2013 sua participação subiu para 1,1%, ocupando a 19ª posição, passando para 1,0% em 2016 (19ª posição), para finalmente em 2019 corresponder a 1,1% e ocupar a 20ª posição. Através desses dados, observa-se que o BRL vem apresentando um aumento muito moderado no mercado de câmbio global, ficando atrás de todos os outros membros dos BRICS.

O caso do renminbi chinês

Tomando como ponto de partida a métrica de tamanho da economia, a relevância da China é incontestável. Além de ser a segunda maior economia mundial, possui um papel crucial nos fluxos de comércio e vem aumentando cada vez mais sua relevância nos mercados financeiros. A China iniciou o processo de internacionalização do RMB[2] em meados dos anos 2000, mas ainda de forma moderada. Antes da crise de 2008, o governo chinês já atuava para promover a internacionalização do RMB, através de medidas como a permissão para investidores internacionais selecionados comprarem títulos no mercado chinês e fomento à expansão dos mercados financeiros *offshore*, permitindo que residentes de Hong Kong pudessem comprar RMB. A China utiliza Hong Kong como centro financeiro para liquidação de transações cambiais, o que foi crucial para a expansão da utilização da moeda chinesa (HE, 2015; PRASAD, 2016; TORRES FILHO e POSE, 2018).

Cintra e Pinto (2017) apontam que o governo chinês buscou transformar Xangai em um centro financeiro global, criando uma conexão entre as Bolsas de Valores de Xangai e de Hong Kong. Esta medida evidenciou um importante passo dado em direção à flexibilização da conta financeira e da internacionalização do RMB. Outro fator importante foi a criação do Novo Banco de Desenvolvimento do BRICS, cuja sede é em Xangai. Como mostra Prasad (2016), em novembro de 2015, o conselho executivo do FMI aprovou a inclusão do RMB como 'moeda emergente para negociação forex' na cesta dos Direitos Especiais de Saque (*Special Drawing Rights*, cuja sigla em inglês é SDR), que são um ativo de reserva internacional composto por uma cesta de moedas reserva. Além do RMB, incluído oficialmente no final de 2016, compõem a cesta o dólar americano, o euro, o iene japonês e a libra esterlina. A inclusão do RMB reflete o aumento da importância da moeda chinesa nas finanças globais.

Apesar de ser uma boa aposta para se consolidar como uma moeda internacional, o RMB ainda possui um papel limitado. O processo de internacionalização do RMB é um desafio para a ideia clássica de moeda internacional, pois a China iniciou esse processo adotando controle de capitais e sem ter concluído as reformas no regime cambial e na formação da taxa de juros. O paradoxo da internacionalização do RMB caracteriza-se pelo fato de a China adotar medidas para aumentar o uso internacional de sua moeda ao mesmo tempo que mantém controles de capital e um sistema financeiro pouco desenvolvido e controlado pelo governo. O RMB vem sendo bastante utilizado em transações internacionais, a despeito da política de controle de capitais, mas a economia chinesa possui alguns entraves para consolidar a internacionalização, como a estrutura de seu sistema financeiro e a política de controle da conta financeira, que impõe restrições à entrada e saída de fluxos financeiros externos.

2 Renminbi ('a moeda do povo') é o nome oficial da moeda da China, enquanto o iuane a sua unidade de conta. Existem dois códigos monetários para o iuane: CNY, que é a moeda chinesa para transações entre residentes (onshore); e CNH, que é a moeda chinesa negociada em mercados offshore, sendo Hong Kong o local que mais transaciona o RMB offshore. Dentro do território chinês, CNY e CNH possuem o mesmo valor em renminbi. Em outros territórios, diferentes taxas de câmbio influenciam o CNY e CNH e, desta forma, seus valores acabam se diferenciando. Para fins de ilustração, caso uma empresa estrangeira queira utilizar o renminbi no exterior, precisará converter CNY por CNH.

A economia chinesa ainda não possui mercados financeiros plenamente desenvolvidos, em termos de liquidez, confiabilidade e abertura. Esse é um grande diferencial da China em relação a outros países que possuem uma moeda internacional (HE, 2015). De acordo com Torres Filho e Pose (2018), o setor bancário, particularmente os bancos públicos, exercem um papel vital no sistema financeiro chinês, enquanto o mercado privado de títulos da dívida e de ações permanece limitado. Essa concentração de atividades no setor bancário caracteriza o sistema financeiro doméstico pouco diversificado observado na China. Para Prasad (2016), o desempenho do RMB na dinâmica global depende da abertura da conta financeira chinesa e do desenvolvimento de seus mercados financeiros. Será preciso uma maior abertura da conta financeira para que a China consiga ampliar o processo de internacionalização de sua moeda. Outros fatores que devem ser considerados é um maior desenvolvimento do sistema financeiro chinês e a questão cambial.

Em síntese, O RMB está se tornando uma importante moeda na dinâmica global, tanto em transações comerciais quanto financeiras. Além disso, tem sido bastante utilizado como reserva oficial de bancos centrais de outros países. Vale ressaltar que o projeto de internacionalização do RMB está vinculado a mudanças expressivas na macroestrutura chinesa e no modelo de gerenciamento da conta financeira. Para avançar na internacionalização de sua moeda, a China precisa flexibilizar ainda mais suas normas sobre controle de capitais, intensificar a regulamentação das instituições financeiras, revisão da política cambial e garantir uma arquitetura econômica estável.

De acordo com o relatório divulgado pela *China Construction Bank* (2021), mais recentemente, a partir de 2020, *a China Securities Regulatory Commission* (CSRC), juntamente com o PBOC e a *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), anunciaram a fusão dos esquemas QFII[3] e RQFII[4], que passaram a ser conhecidos como 'esquema QFI'. Como resultado, houve uma redução nos requisitos de entrada, facilitando a inscrição de investidores internacionais para atuar no mercado de capitais chinês e reduzindo o tempo de aprovação. A despeito dos desafios impostos pela pandemia, instituições financeiras, empresas chinesas e estrangeiras mantiveram um elevado nível de uso do RMB para liquidação de comércio internacional. As transações monetárias denominadas em RMB também mantiveram a trajetória de alta. Outro dado importante é que a proporção de empresas e instituições financeiras chinesas que nunca utilizaram o RMB para investimento direto caiu em 2020, na comparação com 2019. O relatório aponta ainda que a China está aprofundando a abertura de seus mercados financeiros domésticos, com o objetivo de estimular a demanda e o uso do RMB. Ademais, a China foi a única grande economia que apresentou um crescimento positivo durante a pandemia, o que fortaleceu a confiança do mercado na sua moeda e reduziu a percepção de risco sobre a trajetória econômica chinesa e a volatilidade do RMB.

Finalmente, analisando o Relatório Trienal do BIS (2019), o RMB vem aumentando sua participação no volume de negócios do mercado de câmbio global. Em 2004, a participação do RMB era de apenas 0,1%, ocupando a 29ª posição do ranking. Em 2007, passou a ser 0,5% (20ª posição) e em 2010 foi 0,9% (17ª posição).

3 Qualified foreign institutional investor, programa lançado em 2002 que permitiu que investidores internacionais selecionados pudessem investir no mercado de capitais chinês utilizando o RMB.

4Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor, programa lançado em 2011 que permitiu que instituições selecionadas e fundos offshore pudessem investir em ações chinesas e outros instrumentos financeiros denominados em RMB.

Como resultado do avanço das medidas para promover seu maior uso internacional, o RMB correspondia em 2013 a 2,2%, ocupando a 9ª posição, passando para 4,0% em 2016 (8ª posição), para finalmente em 2019 corresponder a 4,3% e se manter na 8ª posição. Essa trajetória mostra que, de fato, o RMB passou a ser mais utilizado no mercado de câmbio global, subindo sua posição no ranking moedas analisadas.

Considerações finais

Este artigo buscou contribuir para o debate através de uma análise comparativa entre os casos do BRL e do RMB, mostrando que os processos foram distintos tanto na forma quanto nos resultados. Conclui-se que os processos de internacionalização dessas duas moedas foram moldados de formas distintas e apresentaram efeitos oposto. No caso do Brasil, a despeito de algumas medidas adotadas como a criação do SML, a internacionalização do BRL não foi um objetivo de política econômica. O SML acaba estimulando a regionalização da moeda brasileira ao permitir que algumas operações possam ser realizadas na moeda doméstica dos países participantes, mas as negociações ainda são limitadas aos países membros do Mercosul. Ademais, o BRL foi internacionalizado como ativo especulativo de curto prazo, uma forma que não afeta significativamente a posição na hierarquia e a importância no volume de comércio global.

De maneira oposta, a internacionalização do RMB foi planejada pelo governo chinês e aprofundada após a crise de 2008. A internacionalização do RMB foi um objetivo de política econômica chinês como resposta à crise de 2008 e um possível enfraquecimento da supremacia do dólar. Dentre as muitas peculiaridades da China, pode-se destacar também a forma como vem promovendo a internacionalização de sua moeda, uma vez que ainda não possui um setor financeiro desenvolvido e mantém controles sobre a conta financeira e o câmbio. De qualquer forma, o RMB vem aumentando sua participação no volume de comércio internacional, nos fluxos financeiros e como moeda de reserva oficial de outros bancos centrais. Ainda que, paulatinamente, a China esteja abrindo mais sua economia, as amarras ainda existentes podem estar prejudicando um maior uso do RMB internacionalmente.

Em síntese, o reconhecimento de que existem diferentes tipos e graus de internacionalização é fundamental para entender os limites, custos e benefícios para a economia que pretende avançar nesse processo. Apesar do progresso na participação de moedas periféricas no mercado internacional, sua participação ainda é muito limitada para que o SMI atual se transforme em um sistema composto por diversas moedas. Também é preciso ponderar os limites de cada economia. Por exemplo, é provável que a total conversibilidade externa do BRL torne a economia brasileira mais volátil e propensa a choques financeiros, uma vez que o Brasil é emissor de uma moeda que ainda se encontra nos níveis mais baixos da hierarquia e não é um país com significativa importância política e econômica. A China adotou mudanças graduais e moderadas para promover a internacionalização do RMB, ampliando a quantidade de mercados financeiros internacionais autorizados a fazer transações utilizando sua moeda. O RMB tem um grande potencial para competir com as principais moedas do atual SMI, no entanto, enfraquecer a supremacia do dólar será uma tarefa mais complexa.

Referências

BELFRAGE, C.; JÄGER, J.; Kaltenbrunner, A. *Currency internationalization*. Analyzing the Integration of Brazilian Financial Markets. P. 4-60, jun. 2016.

BIS – Bank for International Settlements. *Triennial* Central *Bank Survey:* Foreign exchange and derivatives market activity in 2019. Disponível em: https://www.bis.org/statistics/d11_3.pdf. Acesso: 02/11/2021.

BRASIL. Projeto de Lei nº 5.387, de 07 de outubro de 2019. Disponível em: << https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2224067>>. Acesso em: 01/11/2021.

CINTRA, M. A.; PINTO, E. China em transformação: transição e estratégias de desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, vol. 37, nº 2 (147), p. 381-400, abr/jun 2017.

CHINA CONSTRUCTION BANK. *2021 Renminbi Internationalisation Report:* RMB pushes forward amid disruptions. 2021. Disponível em: <http://www2.ccb.com/cn/ccbtoday/news/upload/20211022_1634866375/20211022092955802527.pdf>. Acesso em: 09/11/2011.

COHEN, B. *The Future of Reserve Currencies*. International Monetary Fund, set. 2009. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/09/pdf/cohen.pdf>. Acesso em: 03/11/2021.

COHEN, B.; BENNEY, T. What does the international currency system really look like? *Review of International Political Economy*. 2013. DOI: 10.1080/09692290.2013.830980.

HE, A. Domestic sources and RMB internacionalization: a unique journey to a major global currency. *CIGI Papers*, n. 67, mai, 2015.

KALTENBRUNNER, A. 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, A. A post Keynesian framework of exchange rate determination: a Minskyan approach. *Journal of Post Keynesian Economics*, n. 38, p. 426–448, 2015.

KENEN, P. 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.

ORSI, B. *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.

PRASAD, E. *China's efforts to expand the international use of the renminbi. Report prepared for the U.S.-China Economic and Security Review Commission, fev. 2016.*

TORRES FILHO, E.; POSE, M. A internacionalização da moeda chinesa: disputa hegemônica ou estratégia defensiva? Revista de Economia Contemporânea, v. 22, n. 1, p. 1-23, jan./abr. 2018. DOI: 10.1590/198055272215

FINTECHS: O QUE SÃO E QUAIS AS PERSPECTIVAS CONCORRENCIAIS NA INDÚSTRIA FINANCEIRA BRASILEIRA*

Luiz Macahyba
Doutorando IE/UFRJ
Dalton Boechat Filho
Doutor pelo IE/UFRJ
Norberto Montani Martins
Professor IE/UFRJ e pesquisador do Finde/UFF
Paula Marina Sarno
Pesquisadora de Pós-Doutorado UFF e do Finde/UFF

ÍNDICE

O sistema financeiro ganhou nos últimos anos um sem-número de expressões para dar conta do novo ecossistema em que as empresas financeiras e os clientes operam, com especial destaque para as *fintechs*.

O termo *fintech* tem sido utilizado para "batizar" as empresas de pequeno e médio portes que atuam em segmentos da matriz de produção dos sistemas financeiros internacionais adotando um conjunto de novas tecnologias de compartilhamento e processamento de informações que estão alterando a forma pela qual são ofertados os mais diversos tipos de produtos e serviços financeiros[1]. A velocidade com que tantas modalidades, áreas e mesmo produtos surgem na esteira desse ecossistema torna complexo o esforço de construção de uma taxonomia, capaz de abarcar tamanha diversidade de modelos de negócios.

Dessa forma, um primeiro critério para a classificação dessas firmas propõe separar as "fins" das "techs". No primeiro caso estão as empresas que fornecem serviços originalmente prestados pelos conglomerados bancários tradicionais. Atuam, portanto, em ramos como gestão de pagamentos, aconselhamento de investimentos, oferta de crédito, seguros etc. Concorrem, assim, pelo cliente bancário, ofertando diretamente produtos e serviços em condições competitivas, seja pela prática de preços mais baixos, seja pela oferta de produtos mais adequados ao perfil de cada consumidor. Seus modelos de negócios se enquadram, portanto, na categoria Bussiness-to-Client (B2C).

Já as techs são empresas fornecedoras de insumos tecnológicos que podem ser adquiridos pelos prestadores de serviços financeiros e que alteram a função de produção desses atores, sobretudo pela introdução de inovações de processo. É o caso daquelas que atuam em segmentos como computação em nuvem, criptografia, gestão de informação, entre outros. Seus modelos de negócios são conhecidos como Bussines-to-Bussiness (B2B).

Uma das principais polêmicas acerca das fintechs diz respeito à sua capacidade de pressionar o ambiente competitivo em que operam os incumbentes. Em outro trabalho do Observatório do Sistema Financeiro, Martins et al. (2021, p. 25-6) mostram que o crescimento real das receitas com taxa e tarifas de prestação de serviços dos bancos vem desacelerando ao longo dos últimos

* Os autores agradecem a Julia Bustamante Silva e Victor Ho pela colaboração na pesquisa. Eventuais erros e imprecisões são de responsabilidade exclusiva dos autores.

Uma versão completa desse trabalho está disponível como Texto de Discussão IE UFRJ no 033|2021.

[1] A ênfase em analisar as Fintechs pelo prisma das novas tecnologias deu origem a um conjunto de posts produzidos pelos pesquisadores do OSF e que podem ser acessados no endereço: https://sites.google.com/view/osfufrj/blog

anos. Levanta-se a hipótese de que a explicação para esse fato residiria na entrada das fintechs e mudanças mais recentes no sistema de pagamentos como o Pix, que já estariam pressionando para baixo as taxas e tarifas cobradas pelos bancos tradicionais.

Essa hipótese, porém, encontra no mundo real uma imagem bem mais complexa, uma vez que a interação entre os bancos incumbentes e as *fintechs*, bem como o próprio efeito dessas firmas sobre o mercado e a dinâmica concorrencial, tem múltiplos desdobramentos.

Percebe-se um aumento significativo no número de estudos produzidos por entidades como o Bank of International Settlements (BIS) e o Financial Stability Board (FSB) alertando que a entrada desses novos participantes em atividades como gestão de pagamentos, oferta de seguros, aconselhamento de investimentos, entre outras, vai exigir uma profunda reformulação dos aparatos de regulação e supervisão dos sistemas financeiros (FSB, 2019; RESTOY, 2021). Tais estudos enfatizam o objetivo de assegurar condições equânimes de competição entre os entrantes e os incumbentes e de evitar que o eventual acirramento da concorrência pressione os bancos tradicionais a flexibilizarem seus mecanismos de avaliação de riscos, aumentando potencialmente a fragilidade financeira de seus balanços.

O universo de atuação das fintechs é tão grande quanto sua capacidade de inovação.

De outro lado percebe-se uma clara preocupação dos reguladores transnacionais em preservar o movimento inovativo sem comprometer a higidez do sistema financeiro, bem como em evitar que eventuais assimetrias regulatórias beneficiem grupos entrantes em detrimento dos incumbentes. Nesse sentido, alguns estudos recentes sugerem que essas assimetrias sejam corrigidas focando-se a regulação no tipo de atividade desenvolvida pela empresa (*activity based regulation*) e não no tipo de instituição que presta o serviço (*entity based regulation*), tornando o campo concorrencial mais nivelado (STULZ, 2019).

No entanto, para alguns autores, como Restoy (2021), permaneceria a necessidade de considerar se uma regulação mais restrita com foco na entidade não seria necessária para o caso das BigTechs, visto que incidentes nas plataformas poderiam resultar em eventos de caráter sistêmico. Ressalta também Restoy que uma regulação com foco na entidade, voltada para a coibição de práticas anticompetitivas, também pode ser necessária no caso dessas instituições, visto que essas práticas podem extrapolar os marcos de uma atividade específica – por exemplo, a aplicação de subsídio cruzado de produtos.

Este artigo não tem a pretensão de esgotar qualquer um destes debates. Seu objetivo principal é o de apontar como estão evoluindo as discussões sobre estes temas, especialmente no Brasil. Mais especificamente, busca-se estabelecer um marco analítico a partir da definição regulatória de *fintech* e avaliar como e por quais canais essas empresas poderão afetar a taxa de lucro dos bancos incumbentes.

Fintechs: o que são?

O universo de atuação das *fintechs* é tão grande quanto sua capacidade de inovação. Segundo o anuário do FintechLab, *hub* para conexão e fomento do ecossistema de *fintechs* nacional, em agosto de 2020, estavam em atuação no país 689 iniciativas de eficiência financeira e *fintechs* propriamente ditas (FINTECHLAB, 2020). As inovações que vêm sendo introduzidas por essas instituições trouxeram, dentre outros desafios, a necessidade de mudanças e adaptações de

estruturação, atuação e foco das empresas do setor financeiro.

Dessa forma, o surgimento das *fintechs* abriu um intenso debate acerca da possibilidade de que estes novos entrantes aumentem as pressões competitivas em alguns nichos de mercados atualmente ocupados pelos incumbentes. Esta é, por exemplo, a opinião do próprio Banco Central do Brasil (BCB), que espera que as *fintechs* aumentem a concorrência no sistema, por meio da expansão da oferta de produtos e serviços devido ao uso de recursos tecnológicos mais avançados e especializados, e estimulem as instituições tradicionais a aprimorarem seus processos de funcionamento. A expectativa do BCB também é que eventuais parcerias e compartilhamento de atividades e custos com as instituições tradicionais tragam ganhos à sociedade (Estudo Especial nº 89/2020, Banco Central do Brasil).

Apesar da variedade e do número de *fintechs* criadas no mercado ser crescente, em termos regulatórios o BCB regulamentou apenas três modalidades: as Instituições de Pagamento (IP), as Sociedades de Crédito Direto (SCD) e as Sociedades de Empréstimo entre Pessoas (SEP). Na nomenclatura utilizada pela autarquia, somente as duas últimas instituições são consideradas "*fintechs*", mas aqui optou-se por integrá-las sob a mesma designação.

Uma Instituição de Pagamento (IP) é definida como uma "pessoa jurídica que viabiliza serviços de compra e venda e de movimentação de recursos, no âmbito de um arranjo de pagamento, sem a possibilidade de conceder empréstimos e financiamentos a seus clientes" (BCB, 2021).

As instituições que prestam serviços de pagamentos representavam a maioria das *fintechs* criadas até agosto do ano passado, somando 28% do total ou 190 instituições, segundo levantamento realizado pela FintechLab (2020).

Na nomenclatura utilizada pelo BCB, as *fintechs* se diferenciam das instituições de pagamento, abarcando as SCD e SEP. As SCD são instituições financeiras que realizam operações de empréstimo, de financiamento e de aquisição de direitos creditórios exclusivamente por meio de plataforma eletrônica, com utilização de recursos financeiros que tenham como única origem o capital próprio. A única forma autorizada de captar recursos junto ao público consiste na emissão de ações.

Já as SEP também são consideradas instituições financeiras e atuam como intermediárias sem assumir posições credoras ou devedoras. Nesse sentido se assemelham às plataformas do tipo *peer -to-peer* existentes em outros países. Estruturam operações de empréstimo e de financiamento exclusivamente por meio de plataforma eletrônica.

A expansão das *fintechs* que prestam serviços de pagamentos foi acompanhada pelo crescimento no número de SCD, o que não se observou no caso das SEP. Quanto às SCD, muitas instituições que já operavam de forma semelhante, mas com menos independência e abrangência, preferiram permanecer atuando como correspondentes de uma instituição financeira incumbente,[2] que assume os custos de observância e a responsabilidade perante o regulador pelos controles e gerenciamento de riscos das operações realizadas. Não obstante, a criação dessas entidades mantém um ritmo de crescimento maior do que o das IPs em 2021, com grupos empresariais financeiros (caso das IPs) e não financeiros, interessados em ter suas próprias sociedades de crédito na esteira do

2 Os correspondentes são instituições contratadas por entidades reguladas para prestarem uma série de serviços de atendimento aos clientes das contratantes, tais como recebimentos, pagamentos e transferências eletrônicas, além da recepção e encaminhamento de propostas referentes a operações de crédito ou visando a abertura de contas de depósito à vista, a prazo ou de poupança. Ver Resolução nº 3.954, do CMN, de 2011.

Tabela 1 - Fintechs e bancos autorizados a funcionar pelo BCB no IF.Data

Tipo de Instituição	Número de Instituições				Ativos (R$ bilhões)			
	2018	2019	2020	2021*	2018	2019	2020	2021*
Instituições de Pagamento	10	19	26	31	216,5	242,6	302,4	321,0
Sociedades de Crédito Direto	0	5	25	35	-	0,03	0,34	1,14
Sociedades de Empréstimo entre Pessoas	0	2	5	7	-	0,01	0,01	0,03
Bancos Comerciais e Múltiplos	95	96	98	99	7.534,3	7.895,4	9.600,2	9.780,0

Fonte: BCB, IF.Data (*) junho de 2021

crescimento do *e-commerce* durante a pandemia de covid-19 e a expectativa de retomada da atividade pós pandemia.

A Tabela 2 apresenta um retrato da situação das fintechs autorizadas a funcionar pelo BCB, conforme a base IF.Data. Os números deixam claro, de um lado, que as SEP e as SCD ainda possuem um tamanho muito pequeno quando comparadas ao restante do sistema financeiro. Já as fintechs de pagamentos apresentam um crescimento significativo, tanto no número de instituições quanto no estoque de ativos que detêm, mas este valor ainda é muito baixo quando comparado aos ativos dos bancos tradicionais.

Além disso, verifica-se que as SCD desempenham um papel marginal na estruturação das operações de crédito no país, totalizando R$ 114,4 milhões em junho de 2021 contra R$ 3,5 trilhões dos bancos tradicionais. Como as SEP não originam operações de empréstimo, não é possível auferir os dados de transações realizadas em suas demonstrações contábeis.

Por fim, ainda no que tange à caracterização destes novos agentes no âmbito do sistema financeiro nacional, vale destacar o uso cada vez mais disseminado por novos *players* dos termos que mencionamos no início do artigo: bancos digitais, neobancos e bancos insurgentes (*challenger banks*). Originalmente, essas designações têm fins meramente mercadológicos, buscando atrair a clientela das instituições financeiras incumbentes.

Nesse sentido, preocupa a proliferação de instituições não bancárias que se autointitulam "bancos digitais", apesar de serem registradas junto ao BCB como Instituição de Pagamentos, Sociedade de Crédito, Financiamento e Investimento, entre outros, e até sem registro em separado como instituição financeira por fazer parte de um banco incumbente. O "perigo" é que os clientes são induzidos a abrirem contas "digitais" nessas instituições acreditando terem as garantias legais exigidas às instituições bancárias para a conta de depósito, como por exemplo, a cobertura do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), quando na realidade, pode ser "apenas" uma conta de pagamento, não coberta, portanto, pelo FGC.

A despeito da regulação ter avançado para proteger também essas contas de pagamento ao obrigar que sejam apartadas do ativo da ofertante das contas e exigir a alocação obrigatória desses recursos em conta do BCB ou em títulos públicos federais[3], prevalece o risco de mercado sobre esses depósitos, tendo em vista que podem ocorrer oscilações de preços dos títulos que lastreiam essas contas.

3 Resolução nº 80, do BCB, de 2021.

Dentro dessa lógica, a despeito do desafio em termos de custo, cultura e transformações em suas infraestruturas, as instituições incumbentes, principalmente as do setor bancário líderes do mercado, já incluem há muito uma estratégia de operação mais próxima do mundo digital, seja criando suas próprias instituições digitais ou mesmo se apresentando como um banco digital/ digitalizado.

Efeito da Atuação das *Fintechs* Supervisionadas pelo BCB nas Receitas Bancárias

Restoy (2021) argumenta que as disrupções criadas pelo progresso tecnológico no mercado de serviços financeiros têm origem em três elementos distintos: (i) a ampliação dos produtos/serviços ofertados aos consumidores; (ii) a diversificação dos processos e dos canais de distribuição desses produtos/serviços; e (iii) na entrada de novos ofertantes.

O ponto-chave da discussão sobre os efeitos das *fintechs*, portanto, gira em torno dos efeitos que essas instituições trarão em termos da dinâmica concorrencial no sistema financeiro. A predominância dos grandes bancos como *players* centrais na provisão de serviços financeiros é característica de diversas jurisdições – no caso brasileiro, os bancos múltiplos e comerciais concentravam 84,6% do total de ativos do sistema financeiro em março de 2021, sendo 80,3% dos ativos referentes aos doze bancos de maior relevância sistêmica (classificados nos segmentos S1 e S2)[4].

Bofondi e Gobbi (2017) argumentam que as *fintechs* representam uma ameaça importante ao modelo de negócios tradicional dos bancos. Zetzsche e Dewi (2018), por sua vez, propõe a entrada de *fintechs* nos mercados de crédito e a promoção da concorrência para reduzir as taxas dos empréstimos como alternativa à imposição de tetos a taxas de juros. Thakor (2020) sugere que os empréstimos *peer-to-peer* podem retirar algum *market-share* dos bancos, embora não seja possível vislumbrar uma substituição do crédito convencional. Chu e Wei (2021) desenvolvem um modelo espacial em que a concorrência mais acirrada das *fintechs* erode os lucros dos bancos, podendo, inclusive, afetar diversamente o mercado de crédito e o bem-estar.

Há também visões menos otimistas em relação ao impacto concorrencial das *fintechs* sobre os bancos, que ressaltam os potenciais efeitos dos novos entrantes sobre a estabilidade financeira. Uma visão ponderada é a fornecida pelo FSB (2019), que propõe que a maior concorrência trazida pelas *fintechs* pode engendrar um sistema financeiro mais eficiente e resiliente, muito embora o acirramento da competição possa pressionar a lucratividade das instituições financeiras e levar à assunção de novos riscos para que essas firmas sejam capazes de manter suas margens e taxas de lucro. É sobre esta temática que nos voltaremos nesta seção.

Não são poucas as análises que afirmam que as *fintechs* têm o potencial de provocar impactos importantes sobre as receitas dos bancos, seja aquelas relacionadas à prestação de serviços como de tarifas bancárias, seja nas receitas de intermediação. É na primeira rubrica, por exemplo, que as *fintechs* de pagamento concorrem diretamente com os bancos, podendo afetar seus resultados. Já os registros crescentes de Sociedades de Crédito Direto (SCD), inclusive fazendo parte de conglomerados liderados por IPs já constituídas ou criadas por empresas não

4 Desde 2017, o Conselho Monetário classifica as instituições financeiras brasileiras em diferentes segmentos para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial, considerando a relevância sistêmica de cada uma. Ver Resolução nº 4.553, do CMN, de 2017. Ver também Anbima (2017).

financeiras, poderia vir a afetar, principalmente, as receitas ligadas à concessão de crédito.

De acordo com as informações contábeis divulgadas pelo BCB, o volume de ativos das *fintechs* (IPs + SCD + SEP) passou de R$ 217 bilhões em 2018 – primeiro ano com informações disponíveis – para R$ 322 bilhões em junho de 2021. Em que medida a atuação dessas instituições já afeta o ambiente concorrencial e quais reflexos sobre as receitas das incumbentes? A análise apresentada a seguir busca responder esta indagação. Está focada nas instituições de pagamento (IP) em função da sua maior representatividade no segmento das *fintechs*. Dado o crescimento do uso da denominação "bancos digitais", também abordamos alguns números das instituições comumente associadas a essa categoria de bancos.

...as maiores instituições financeiras, que respondem pela grande concentração no setor bancário brasileiro, se movimentaram para a introdução de inovações, como as contas digitais e a digitalização de seus processos.

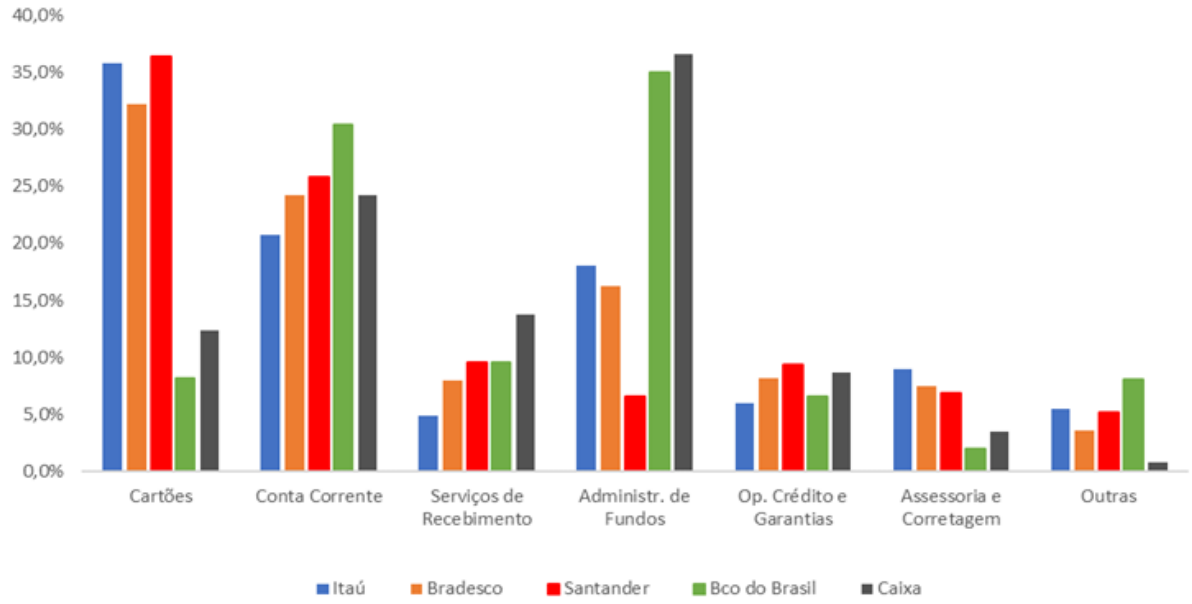
Considera-se a evolução das receitas de prestação de serviços e de tarifas dos cinco maiores bancos múltiplos brasileiros, de 2018 a 2020, Banco do Brasil, Bradesco, Caixa, Itaú e Santander, divulgadas nos respectivos balanços, e compara-se esses valores aos apurados nos demonstrativos das cinco maiores *fintechs* de pagamentos que estão sob o guarda-chuva do BCB: Cielo, Getnet, PagSeguro, Redecard e Stone. No caso dos "bancos digitais", selecionamos os maiores dentre os mais mencionados em artigos especializados e na mídia, lembrando que muitos destes já existiam antes. Com a predominância de uso quase exclusivo de contas digitais ou eletrônicas, passaram a se autodenominar "digitais": Agibank, BMG, Inter, Original, PAN. Algumas firmas tratadas como bancos, sem serem bancos, caso do Nubank, são de fato Instituições de Pagamentos ou outras modalidades não bancárias. Mas como IP, essa instituição não ficou entre as maiores na maior parte do período, por isso não entrou na lista analisada.

As análises desse exercício assumem que a amostra é representativa da população, dado que as entidades selecionadas representam mais que 80% das receitas somadas nos respectivos segmentos no período de análise. O ano escolhido para início da análise, 2018, se deve ao fato de ter sido o período de obtenção de registro da maioria dessas IP junto ao órgão supervisor. Já o ano final, 2020, deve-se ao fato de que as informações de 2021 só cobrem o primeiro trimestre do ano, tornando sua comparação com os anos anteriores problemática.

Além disso, a opção de trabalhar com os dados de Receitas de Prestação de Serviços e de Tarifas dos bancos de maneira mais aberta parte do princípio de que o escopo de atuação dessas instituições é muitas vezes mais amplo do que o permitido às IP, dada a regulamentação vigente. Com isso, tenta-se identificar as fontes de receitas semelhantes e estimar o verdadeiro espaço de concorrência em termos operacionais que poderia ser afetado pelas instituições insurgentes, no estado atual da legislação que regula o segmento. No caso dos bancos "digitais" a comparação é mais abrangente, dado que estes são do mesmo segmento dos incumbentes.

Do volume total de receitas bancárias em análise, estimou-se as parcelas advindas dos serviços que estariam fora da concorrência das IP, como por exemplo, as taxas de administração auferidas pela gestão de recursos de terceiros, a fim de obter a evolução das receitas daquelas atividades que, de fato, estariam sujeitas aos efeitos da concorrência. Para as *fintechs* de pagamento, como a abertura dos dados disponíveis é limitada, a estimativa

Gráfico 1- Distribuição das Principais Receitas de Prestação de Serviços e Tarifas para os 5 Maiores Bancos (%) – 2020



Fonte: Demonstrações financeiras das instituições

considerou o total informado para as Receitas de Prestação de Serviços e de Tarifas, que, na verdade, representa parte significativa dos resultados operacionais dessas instituições.

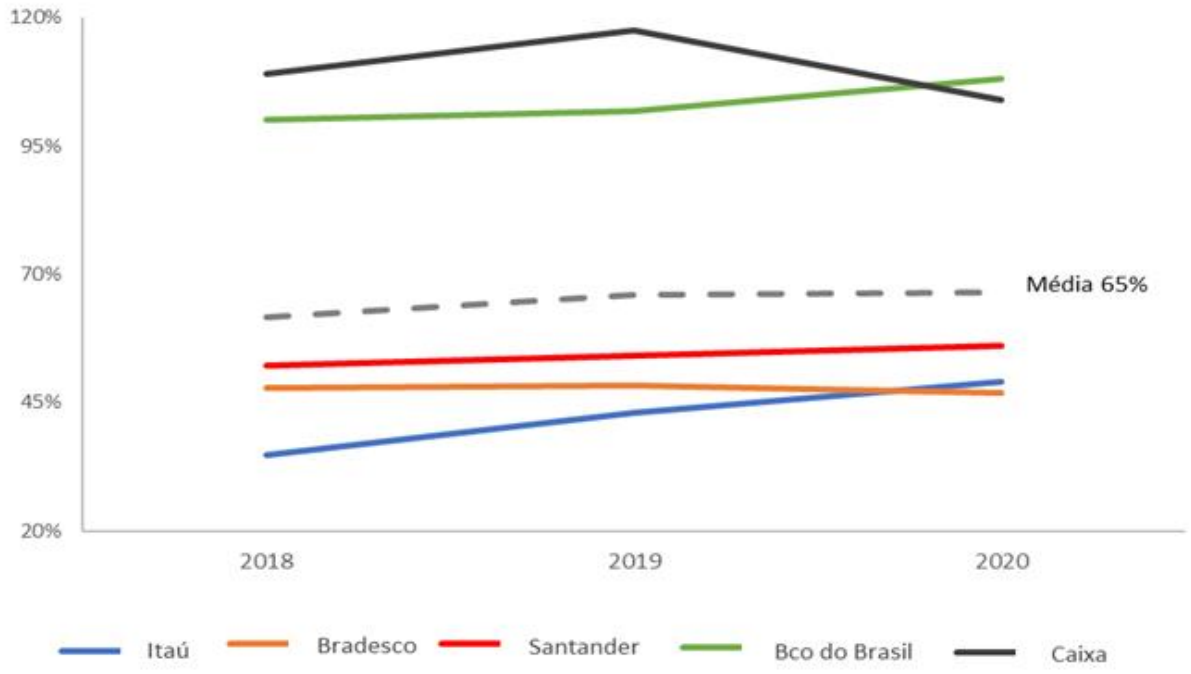
A análise dos dados no período mostra que o esforço dos bancos em geral de conseguir fontes alternativas de receitas dentro da atividade de prestação de serviços nos últimos anos, que não à associada às tarifas e cartões, não foi uniforme entre as maiores instituições.

Para avaliar a suscetibilidade dos bancos à concorrência das novas instituições construímos um indicador que consiste na relação entre o volume das receitas dos bancos, cuja origem está fora das atividades e serviços sob concorrência direta das IP, e o volume das receitas bancárias que estão dentro dessa concorrência. Quanto maior o indicador, menos expostos estariam os bancos à perda de *market share*. Segmentando-se esse resultado por controle acionário, observa-se que os bancos privados ficaram com menos da metade de suas receitas fora desse âmbito (47% em média), ou seja, eles sofrem maior concorrência na geração de suas receitas de prestação e serviços do que os públicos, que conseguem um volume de receitas fora da concorrência maior do que aquelas suscetíveis à atuação das *fintechs* (106% em média) até 2020.

Portanto, as análises que discorrem sobre a ameaça que as *fintechs* de pagamento podem trazer sobre as Receitas de Prestação de Serviços e de Tarifas do setor bancário ainda não encontram respaldo empírico nos números divulgados para ambos os segmentos quando analisamos sob a ótica de ganho de *market-share*. Apesar do volume potencial das *fintechs* alcançar 65% dessas receitas sob concorrência dos bancos, a média de participação das fintechs de pagamento sobre a parcela das receitas que está dentro da concorrência com bancos tem ficado apenas em torno de 27,5% do total.

Já o destaque dado aos autodenominados *bancos digitais* deve ser analisado com cuidado. Percebe-se pelos dados trabalhados que, a despeito do resultado da intermediação financeira do grupo

Gráfico 2 – Relação entre as Receitas de Prestação de Serviços e Tarifas Fora da Concorrência/ Dentro da Concorrência com as IPs (%) – 2018-2020



Fonte: Demonstrações financeiras das instituições.

de bancos digitais ter crescido mais de 35% no período, muito por conta dos créditos consignados, os resultados operacionais dessas instituições, não raro, foram negativos em alguns anos.

Além disso, a lucratividade dessas instituições, medida pela relação entre o resultado operacional e o ativo total, não se revelou muito diferente da alcançada pelos bancos tradicionais mesmo considerando-se as vantagens dos bancos digitais de terem estruturas enxutas, plataformas digitais e poucos sistemas legados.

Mas não é possível ignorar que toda evolução trazida pelo conjunto de instituições insurgentes nos últimos anos veio acompanhada de uma aceleração nos investimentos na agenda digital do setor bancário tradicional, ampliando os volumes de gastos com às adequações exigidas pela concorrência. Os impactos desses ajustes nas despesas realizadas pelos incumbentes não é pequeno e ainda exigirá gastos elevados para adequação dessas instituições ao novo ecossistema.

Por fim, no decorrer dos próximos meses, está prevista a implantação no país de novas etapas do *Open Banking*, ou sistema financeiro aberto, com "a possibilidade de clientes de produtos e serviços financeiros permitirem o compartilhamento de suas informações entre diferentes instituições autorizadas pelo Banco Central e a movimentação de suas contas bancárias a partir de diferentes plataformas e não apenas pelo aplicativo ou site do banco" (BCB, 2021). Esse compartilhamento, uma vez autorizado pelo cliente, será acessado via programas de aplicativos de interface (API) que as instituições interessadas e autorizadas pelo BCB deverão criar para viabilizar a comunicação entre as suas plataformas. Oportunidades podem surgir para as *fintechs*, mas ainda é cedo para se prever o sucesso da medida, os efeitos nas instituições incumbentes e a capacidade das insurgentes em

competir nesse novo ambiente.

Considerações finais

Este artigo se dedicou a caracterizar o que são as *fintechs* dentro do arcabouço regulatório brasileiro e dimensionar, de forma preliminar, os potenciais impactos e pressões competitivas oriundas da presença dessas novas instituições sobre os bancos tradicionais no país no período de 2018 a 2020, com base nas informações de balanço das instituições financeiras.

Com os dados disponíveis é possível concluir que ainda não se percebem mudanças significativas nos resultados apurados pelos bancos no país nos últimos anos em função da "maior concorrência" das *fintechs*. Embora existam algumas evidências empíricas de que as Instituições de Pagamentos já estejam pressionando as receitas de prestação de serviço dos principais bancos privados - especialmente no segmento de cartão de crédito – os efeitos ainda não são significativos o suficiente para que seja possível confirmar ser esta uma tendência inequívoca.

Sobretudo porque as maiores instituições financeiras, que respondem pela grande concentração no setor bancário brasileiro, se movimentaram para a introdução de inovações, como as contas digitais e a digitalização de seus processos, dados e sistemas, reduzindo eventuais lacunas que vêm sendo ocupadas pelas *fintechs* no período – daí a própria difusão dos bancos digitais. Outra estratégia tem sido a própria aquisição ou criação de *fintechs* pelos bancos tradicionais, como no caso de três das principais instituições de pagamento.

Na prática, os impactos das *fintechs* poderão ocorrer principalmente sobre as despesas dos incumbentes, exigindo gastos elevados para adequação dessas instituições ao novo ecossistema, seja por meio de investimentos em P&D, seja pela via de fusões e aquisições. Desafios como superar os sistemas legados unem -se ao papel importante a ser desempenhado por parte dos reguladores no sentido de aprimorar as normas visando evitar desigualdades concorrenciais na oferta dos produtos e serviços deste setor.

Nesse campo, as BigTechs têm sido um desafio regulatório à parte, ainda mais quando vimos surgir mais recentemente as primeiras iniciativas de associação entre grandes bancos e BigTechs, que, num passado recente, não era uma possibilidade considerada.

A operacionalização do *Open Banking* também pode gerar impactos concorrenciais com a possibilidade de as instituições insurgentes ampliarem o portfólio de atuação e capturarem os clientes de forma mais consolidada, oferecendo um leque maior de serviços e produtos em plataformas que permitam ao usuário escolher alternativas mais próximas as suas necessidades e com custos inferiores. Assim, o futuro da concorrência entre os insurgentes e incumbentes pode entrar em outro patamar com a difusão ainda mais intensa das inovações tecnológicas e com o aprofundamento das mudanças regulatórias que facilitem a entrada de novos participantes no setor.

Por fim, mas não menos importante, a medida em que o debate sobre as Fintechs avança no mundo acadêmico vai ficando cada vez mais evidente a necessidade de se priorizar a realização de estudos que tenham foco no processo de difusão das novas tecnologias de armazenamento, compartilhamento e processamento das informações. Elas estão provocando uma transformação radical da maneira pela qual as instituições financeiras estão se relacionando com seus clientes. Os algoritmos que processam os dados de cada indivíduo e deles extraem padrões comportamentais estão ampliando a capacidade dos participantes do mercado financeiro em

ofertar produtos e serviços cada vez mais personalizados. Já as plataformas abertas que integram vários provedores dão aos clientes a possibilidade de acessar e escolher em um único ambiente os produtos que lhes sejam mais adequados. Portanto, é possível afirmar quase sem sombra de dúvidas que é o ritmo e a profundidade da difusão dessas novas tecnologias que vai moldar o funcionamento do sistema financeiro internacional nos próximos anos.

Referências bibliográficas

ABFINTECHs - Associação Brasileira de Fintechs, EY - Ernest Young. Pesquisa Deep Dive (2019)

ANBIMA. Segmentação do Sistema Financeiro Nacional. *Informe de Legislação*, nº 35. Rio de Janeiro: Anbima, 13 fev. 2017.

BCB. Fintechs de crédito e bancos digitais. *Estudo Especial* n. 89, 2020. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE089_Fintechs_de_credito_e_bancos_digitais.pdf (acesso em 30 ago. 2021).

BCB. Instituições *de Pagamento*. Hotsite, 2021. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/instituicaopagamento (acesso em 30 ago. 2021).

BOFONDI, M.; GOBBI, G. The Big Promise of Fintech. *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector*, n. 17(2), p. 107-20, 2017.

CHU, Y.; WEI, J. Fintech Entry and Credit Market Competition. Mimeo, 16 abr. 2021. DOI: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3827598.

FINTECHLAB. *Radar FintechLab 2020*. São Paulo: FintechLab, ago. 2020. Disponível em: https://fintechlab.com.br/index.php/2020/08/25/edicao-2020-do-radar-fintechlab-detecta-270-novas-fintechs-em-um-ano/ (acesso em 30 ago. 2021).

FINANCIAL STABILITY BOARD. *FinTech and market structure in financial services*: Market developments and potential financial stability implications. Basel: Financial Stability Board, 2019.

MARTINS, N. M.; SARNO, P. M.; BOECHAT, D.; MACAHYBA, L. Taxa de lucro dos bancos no Brasil: evolução e características no período 2015-2020. Texto para Discussão IE/UFRJ, nº 029, 2021.

RESTOY, F. Fintech regulation: how to achieve a level playing field. *Financial Stability Institute Occasional Paper* n. 17, fev. 2021.

STULZ, R. FinTech, BigTech, and the Future of Banks. NBER Working Paper n. 26312, set. 2019. DOI: http://dx.doi.org/10.3386/w26312.

THAKOR, A. V. Fintech and banking: what do we know? *Journal of Financial Intermediation*, v. 41, p. 100858, 2020. DOI: http://dx.doi.org/10.1016/j.jfi.2019.100833.

ZETZSCHE, D. A.; DEWI, T. R. The

TAXA DE LUCRO DOS BANCOS NO BRASIL: UMA ANÁLISE DOS SEUS COMPONENTES E DE SUA EVOLUÇÃO NO PERÍODO 2015-2020*

Norberto Montani Martins
Professor do IE/UFRJ e pesquisador do Finde/UFF
Paula Marina Sarno
Pesquisadora de Pós-Doutorado da UFF e do Finde/UFF
Dalton Boechat Filho
Doutorando no IE/UFRJ
Luiz Macahyba
Doutorando do IE/UFRJ

ÍNDICE

> Banks and bankers are not passive managers of money to lend or to invest; they are in business to maximize profits. They actively solicit borrowing customers, undertake financing commitments, build connections with business and other bankers, and seek out funds. Their profits result from charging for funds they make available, even as they pay for funds. Banks, in effect, lever their equity base with other people's money, and profits are derived from fees for accepting debts, committing funds, and miscellaneous services-as well as the spread between the interest rates they charge and they pay. (MINSKY, 2008, p. 256-7)

Fatores como a permanência de elevadas taxas de juros e o processo de concentração em poucas e grandes instituições têm sido apontado em vários estudos como responsáveis pela elevada taxa de lucro (retorno sobre o patrimônio líquido) do setor (e.g. Claessens, Coleman e Donnelly, 2018). Ademais, o setor bancário no Brasil é reconhecido por sua capacidade incomum de se adaptar a ambientes bem distintos do ponto de vista macroeconômico, mesmo se comparado ao comportamento deste setor em países como Estados Unidos, Rússia, Índia e China (Revista Exame, 2010).

No período recente o desafio para aqueles que analisam o comportamento do sistema bancário no Brasil é compreender a resiliência da rentabilidade bancária frente à trajetória inédita de queda na taxa de juros básica da economia, que perdurou do final de 2016 até o final de 2020, atingindo um dígito desde o final de 2017. Intuitivamente, espera-se que os bancos prosperem em ambientes macroeconômicos onde vigorem elevadas taxas de juros e tenham dificuldades de sustentar seus resultados em conjunturas de queda nessas taxas. Isto porque uma das principais fontes de receitas dessas instituições são os juros cobrados nos créditos que oferta e os ganhos de tesouraria, que dependem da remuneração de operações compromissadas e ativos cuja rentabilidade está, de alguma forma, associada ao comportamento da taxa Selic.

Soma-se a isso uma conjuntura macroeconômica também marcada por uma trajetória pífia de recuperação da atividade econômica, após a profunda recessão de 2015/2016 (Sicsú, 2019), e os efeitos recessivos da pandemia desde 2020, que tendem a reduzir a demanda de crédito por parte das empresas[1] e impactar a própria disposição das instituições financeiras em ofertar crédito.

* * Os autores agradecem a Julia Bustamante Silva e Victor Ho pela colaboração na pesquisa. Agradecem também a Eduardo Costa Pinto pelos dados sobre lucratividade das empresas brasileiras utilizados no trabalho. Eventuais erros e imprecisões são de responsabilidade exclusiva dos autores.

** Uma versão completa desse trabalho está disponível como Texto de Discussão IE UFRJ no 029|2021.

[1] No caso da pandemia, a questão torna-se mais complexa, pois as empresas, especialmente de menor porte, acabaram se deparando com uma necessidade de caixa substancial para lidar com a queda nos fluxos de entrada de recursos, levando-as a demandar recursos. Ver Torres Filho, Macahyba e Martins (2020).

Tabela 1 - Detalhamento do Resultado de Intermediação Financeira do Setor Bancário Agregado – taxa de crescimento real e média móvel – 2015-2020

Ano	Receitas de Intermediação Financeira			Despesas de Intermediação Financeira				Resultado d Intermediaçã Financeira
	Crédito	TVM	Subtotal	Captação	Obrigações por Empréstimos e Repasses	Resultado de PCDL	Subtotal	
Média Móvel 5 anos (R$ bilhões correntes)								
2015	344,3	163,5	574,4	-262,4	-57,9	-83,5	-431,5	142,8
2016	384,7	200,5	652,5	-318	-61,3	-95,3	-497,3	155,2
2017	417,4	224,9	708,9	-354,6	-65,9	-101,2	-538,7	170,2
2018	437,7	236,6	735,3	-364,4	-75,7	-102,2	-554,3	181
2019	448	239,4	742	-351,8	-75,8	-104,8	-541	201
2020	451,6	234,5	740,4	-336,8	-96,6	-111,2	-556,1	184,3
Taxa de Crescimento Real (Δ% a.a.)								
2015	23,50%	10,60%	13,00%	-4,60%	54,20%	11,50%	3,30%	49,60%
2016	14,60%	60,20%	35,30%	78,10%	-44,60%	46,50%	48,60%	0,60%
2017	-3,40%	-16,70%	-11,10%	-21,40%	7,80%	-10,00%	-17,80%	14,80%
2018	2,60%	-14,90%	-5,60%	-18,90%	90,00%	-13,90%	-7,00%	-1,70%
2019	5,70%	11,60%	7,30%	-1,00%	-24,40%	18,20%	-2,20%	31,90%
2020	7,50%	-14,00%	0,50%	-17,50%	193,80%	24,50%	28,40%	-53,50%

Fonte: Elaboração dos autores a partir de dados do IF.Data, BCB.

Entretanto, em que pese esse conjunto de fatores, e, como veremos ao longo do texto, em consonância com a citação de Minsky em epígrafe, o setor não demonstrou dificuldades em sustentar os seus resultados na maior parte do período de 2016 a 2020, especialmente quando comparado a outras empresas não financeiras (Pinto et al., 2019). A taxa de lucro bruta calculada como o resultado operacional e não operacional em relação ao patrimônio líquido, antes da tributação, e da distribuição de lucros e dividendos mostrou-se resiliente nesse período. Ainda que 2015 tenha sido o melhor ano da série, com 24,1% de taxa de lucro, o indicador se manteve ao redor de 19% nos anos seguintes, somente caindo no ano de 2020.

Com isso, o primeiro desafio que se coloca é compreender quais os fatores que explicam o comportamento das receitas e despesas de intermediação que condicionaram esse desempenho. A outra fonte fundamental de receitas que aparentemente também não demonstrou dificuldades de se manter no período analisado foram as receitas de serviços e tarifas. Neste caso, o desafio é analisar o porquê e se a lucratividade das instituições já estaria sendo afetada devido às impressionantes mudanças estruturais que se delineiam no setor bancário,

2 A análise dos demais componentes da lucratividade, em especial, a tributação, que tem especificidades contábeis importantes, é também fundamental para entender o lucro final apresentado nos balanços dos bancos. Entretanto, para isso seria necessário analisar as regras contábeis e as estratégias implementadas pelos bancos nesse campo, optamos assim por realizar essa tarefa num trabalho posterior. Por ora, o objetivo é tratar dos condicionantes da atividade bancária propriamente dita.

especialmente, as que tendem a promover pressões competitivas, como as *fintechs* de pagamentos, o *open banking,* o Pix etc.

Com o objetivo de responder a esses dois blocos o artigo analisa os diferentes componentes do resultado operacional da demonstração de resultado contidos nos balanços dos bancos comerciais e múltiplos no período de 2015 a 2020, notadamente, a evolução da lucratividade das instituições financeiras brasileiras e os seus determinantes[2].

A metodologia empregada neste artigo está pautada na construção e análise de indicadores e estatísticas descritivas dos bancos comerciais e múltiplos (com carteira comercial) e caixas econômicas tendo como referência os dados disponibilizados no sistema IF.Data, no Relatório de Estabilidade Financeira e no Relatório de Economia Bancária do Banco Central do Brasil.

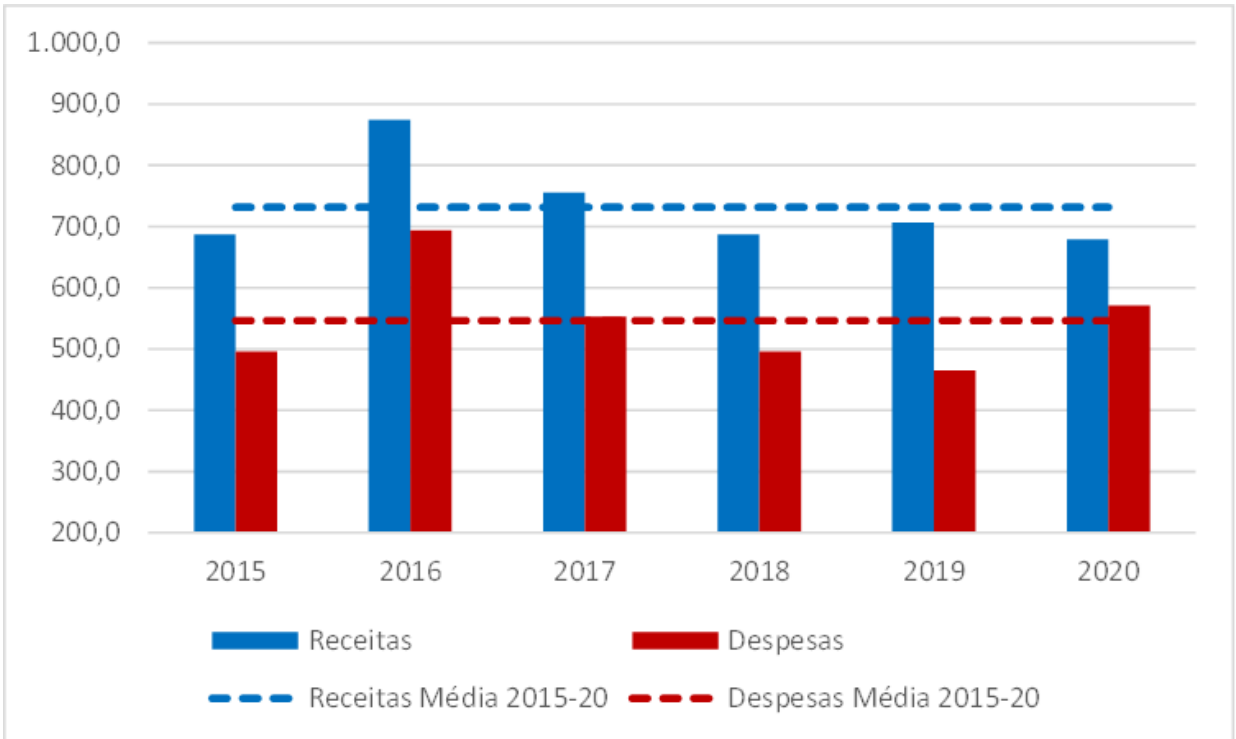
Resultado de Intermediação financeira

Para compreender o desempenho dos bancos brasileiros, iremos, primeiramente, analisar a evolução dos principais componentes da demonstração de resultado, buscando verificar o que influenciou o comportamento do resultado de intermediação financeira dos bancos múltiplos e comerciais.

É possível observar na Tabela 1 certa persistência do resultado gerado pelos bancos ao longo do período 2015-2020, com uma queda pronunciada somente neste último ano, devido às circunstâncias excepcionais da pandemia da covid -19. A média móvel de cinco anos do "Resultado de Intermediação Financeira", que suaviza a volatilidade anual dessa estatística, se expande de forma contínua no período, até registrar uma queda em 2020. Para valores constantes anuais verifica-se uma persistência com crescimento em vários anos do período, porém, sem uma tendência definida.

Se abrirmos os componentes das receitas de intermediação observa-se que as principais rubricas são as rendas de operações de crédito e as rendas de operações com títulos e valores

Gráfico 1 – Receitas e Despesas de Intermediação (R$ Bilhões) – 2015-2020



Fonte: IBGE, IF.Data.

mobiliários (TVM), que juntas representam mais de 90% do total de receitas em todo o período, sendo as demais rubricas residuais para a compreensão do resultado.

Enquanto as receitas de crédito apresentaram taxas de crescimento positivas em praticamente todos os anos, à exceção de 2017, as receitas de operações com TVM apresentaram quedas em vários anos do período de referência (ver Tabela 1). Este comportamento resulta diretamente dos efeitos do processo de redução na taxa de juros básicas da economia.

Porém não devemos negligenciar os efeitos que a taxa de juros também teve sobre as despesas de intermediação. Muito embora a média móvel de cinco anos indique uma expansão dessas despesas, o comportamento anual a preços constantes mostra outra imagem, com uma trajetória recorrente de queda no volume de despesas até 2019. O ano de 2020 foi exceção, assim como no caso das receitas, devido à pandemia.

Os custos de captação dos bancos caíram substancialmente nos últimos anos, acompanhando o processo de redução da taxa básica de juros. A preços de 2020, corrigidos pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), os custos de captação saem de R$ 500 bilhões em 2016 para R$ 223 bilhões em 2020. A sensibilidade dessa variável à taxa de juros é notável.

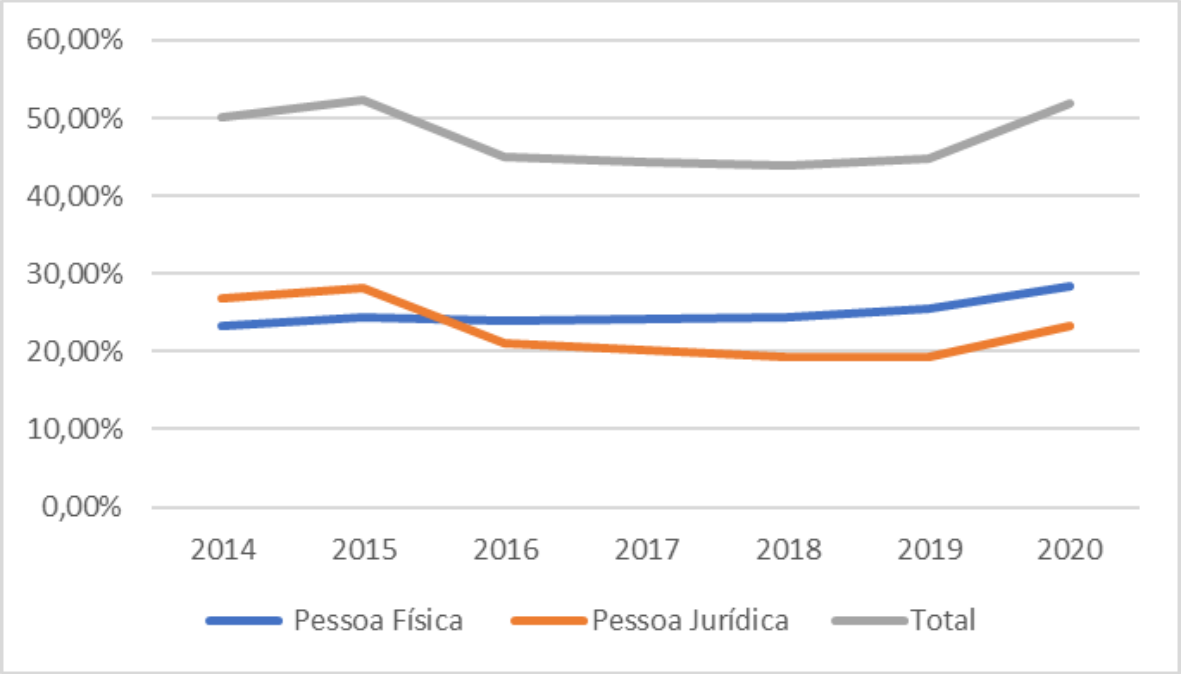
De acordo com os dados das demonstrações de resultado, verifica-se que as despesas de intermediação financeira como um todo apresentaram queda de 2017 a 2019, e com taxas de decréscimos muitas vezes mais expressivas que as apresentadas pelas receitas de intermediação. Como resultado dessa dinâmica, o setor logrou manter e por vezes mesmo ampliar a diferença no saldo das receitas em relação as despesas no período analisado.

Do ponto de vista do comportamento do saldo e das receitas de créditos no período analisado, o primeiro fator a ser observado é a ocorrência de uma queda significativa dos saldos reais ofertados pelos bancos. O saldo do crédito concedido pelos bancos comerciais e múltiplos (com carteira comercial) e caixas econômicas em relação ao PIB da economia apresentou forte queda no ano de 2016, caracterizando uma reversão da tendência marcante que havia sido observada na economia desde 2004. A participação no PIB do crédito concedido pelos bancos que era de 52% em 2015 cai para 45% em 2016 e para 44% em 2017. O indicador chega a subir um pouco atingindo 45% em 2019, mas é somente em 2020 que a participação vai apresentar um crescimento mais significativo, retornando aos 52% verificados em 2015 (Tabela 2).

A queda do indicador em 2016 se deve ao comportamento do crédito às empresas, que se reduz de 28%, em 2015, para 21%, em 2016, e pode ser explicada pela forte recessão vivenciada pela economia. Este indicador cai ainda mais um pouco nos anos posteriores, chegando a 19% em 2018, o que demonstra, ao nosso ver, completa ausência de dinamismo da economia brasileira no período, marcada por uma pífia recuperação de atividade econômica. Já o crédito concedido às famílias apresenta comportamento bem distinto: se mantém estável em 24% do PIB de 2015 até 2018, crescendo mais um pouco em 2019, quando atinge 25%[3]. Já a recuperação da participação do crédito no PIB no ano de 2020 se explica por um crescimento dos dois grupos: de 25% para 28% das pessoas físicas e de 19% para 23% das pessoas jurídicas, ainda que, é bom ressaltar, numa conjuntura de significativa queda do PIB.

3 Para uma discussão acerca das características do processo de endividamento das famílias no Brasil, ver Sarno (2020).

Gráfico 2 -Evolução do Saldo do Crédito dos Bancos Comerciais e Múltiplos com Carteira Comercial e Caixas Econômicas por segmento em relação ao PIB % –- 2014-2020



Fonte: IBGE e BCB, IF.Data.

Em decorrência do comportamento diferenciado dos dois grupos, altera-se, assim, de maneira expressiva a composição do crédito bancário por cliente final. No período anterior ao processo recessivo de 2015/16 havia uma predominância do crédito concedido pelos bancos à pessoa jurídica - em 2014, representava 54%, e em 2015, 56%. Contudo, a partir de 2016 é o crédito à pessoa física que passa a ter maior participação e chega a representar 57% do saldo de créditos em 2019. É somente em 2020 que é possível observar uma recuperação da participação do crédito às empresas, mas os montantes direcionados às famílias ainda predominam com 55% dos saldos contratados.

A alteração da composição do crédito por cliente final em direção a uma maior participação da pessoa física foi importante para contrabalançar os efeitos sobre a receitas de intermediação decorrentes da queda no saldo das operações direcionadas às empresas. Primeiramente porque o saldo dessas operações apresentou um comportamento mais estável, impedindo uma contração ainda maior do volume de crédito. Mas o aspecto mais determinante dessa mudança de perfil do crédito parece ser o seu efeito sobre o retorno médio das operações, visto que a carteira voltada às famílias é muito mais lucrativa devido às maiores taxas, e, portanto, amortece a queda das receitas que adviria da redução das taxas de juros.

De fato, há uma diferença significativa. Verifica-se que os juros médios recebidos das operações direcionadas às PF são mais elevados do que os juros cobrados nas operações direcionadas às empresas. De acordo com as informações do Banco Central, o Indicador do Custo do Crédito (ICC), que é a média do custo dos créditos em curso, atingiu no tocante às empresas o pico de 17% no início de 2017, caindo para 11%, no início de 2021, enquanto para o crédito às famílias foi de 29% e 22% respectivamente.

Além dos fatores acima mencionados, cabe ressaltar que o efeito da queda na taxa básica de juros sobre as receitas das operações de crédito é

tão mais lento quanto mais predominam operações contratadas com taxas de juros prefixadas. Por conseguinte, esse efeito vai depender do ciclo de renovação da carteira de crédito, ou seja, o reflexo nos contratos de crédito de taxas de juros em vigor cada vez mais baixas se dá à medida em que vai ocorrendo o processo de extinção, renovação ou renegociação dos créditos. Ainda que o percentual das operações prefixadas tenha caído entre 2014 e 2017, na maior parte do período analisado elas representam mais da metade dos empréstimos contratados.

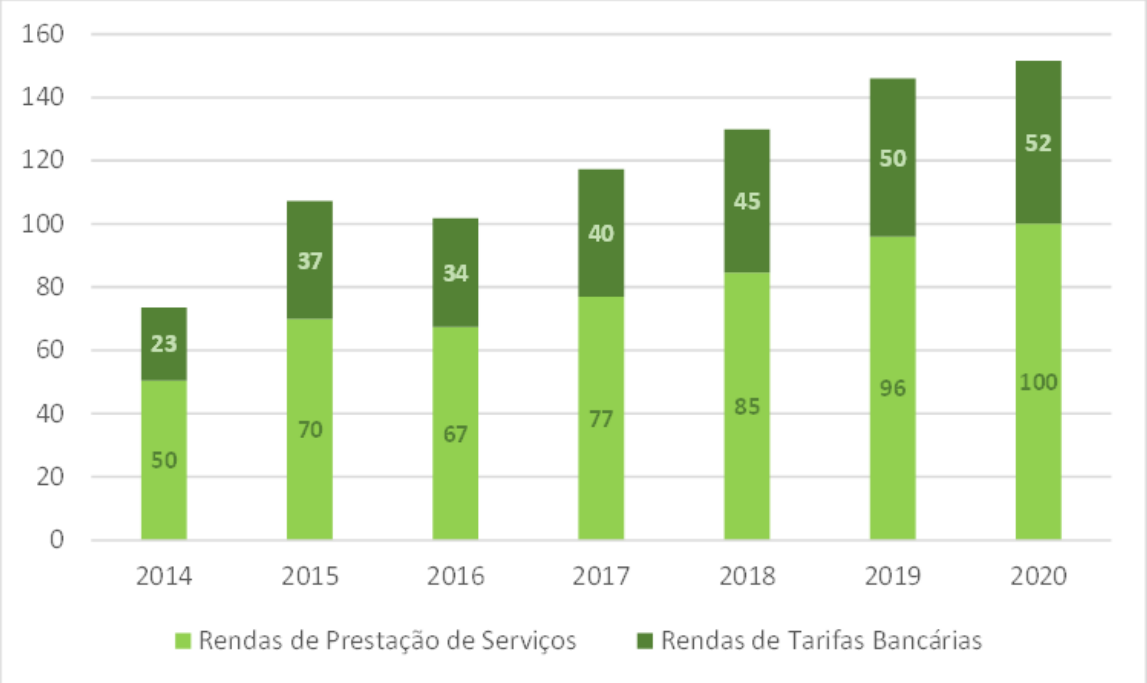
Ou seja, a evolução das receitas de crédito teve um desempenho relativo melhor do que as receitas de títulos e valores mobiliários em decorrência dos fatos acima descritos. O comportamento errático das receitas totais de intermediação, porém, ainda respondeu ao decréscimo na taxa de juros básica. A questão então seria entender o que explicaria que os resultados de intermediação apresentaram uma trajetória descolada de suas fontes de receitas. Na verdade, a resposta a essa questão requer que complementemos a análise com o comportamento das despesas de intermediação.

Carvalho (1993, p. 120) argumenta que "os bancos não devem apenas fazer escolhas com relação a suas aplicações, mas também com relação a suas fontes de recursos". As despesas de intermediação financeira apresentaram, na maior parte do período analisado neste trabalho, quedas ainda mais expressivas que as apresentadas pelas receitas de intermediação.

No caso brasileiro, as captações dos bancos no mercado interno se concentram significativamente no curto prazo, em passivos de liquidez imediata, notadamente depósitos à vista, depósitos de poupança e outras captações com liquidez imediata, como operações compromissadas de 1 dia.

Nos mercados interbancários que respondem pelas outras captações com baixíssima

Gráfico 3 - Rendas de Tarifas e Serviços do Setor Bancário (R$ bilhões de 2020 atualizados pelo IPCA) – 2014-2020



Fonte: IF.Data, BCB.

maturidade, as despesas que as instituições incorrem para angariar recursos são atreladas ao comportamento da taxa Selic, no caso das operações compromissadas, ou indexadas à taxa dos depósitos interfinanceiros. Com isso, as operações do lado do passivo bancário são capazes de refletir de forma mais tempestiva o efeito da queda da taxa básica de juros, ou, em outras palavras, os juros pagos pelos bancos nas operações de captação são mais sensíveis ao comportamento das taxas de curto prazo.

Taxas, tarifas e prestação de serviços

Para melhor compreender a resiliência da taxa de lucro dos bancos brasileiros é necessário analisar não só os resultados de intermediação, mas também avaliar se e como essas instituições são capazes de diversificar suas fontes de receita.

O setor bancário no Brasil já apresentou como estratégia, em vários momentos, recompor ou fomentar suas receitas por meio do aumento de tarifas ou do custo de prestação de serviços.[4] Seria o caso, portanto, de investigar como esse processo se deu no período mais recente.

O Gráfico 2 mostra a evolução das rendas de tarifas e de prestação de serviços auferidas pelo setor bancário brasileiro de 2014 a 2020, a preços constantes deste último ano. No período, essas receitas se expandem de R$ 74 bilhões em 2014 a R$ 152 bilhões em 2020, apresentando um crescimento praticamente contínuo – só há uma leve queda entre 2015 e 2016. Em ambos os subgrupos, o volume de rendas dobra no período de análise. As rendas de prestação de serviços respondem pela maior parte dessas receitas, com uma divisão de cerca de dois terços das rendas advindo da prestação de serviços e o terço restante dos ganhos com tarifas.

O ritmo de crescimento dessas rendas, porém, não é homogêneo entre os dois grupos (Gráfico 2). Enquanto as receitas com serviços parecem apresentar um ritmo de crescimento um pouco mais sustentado, em termos reais, as rendas de tarifas apresentam uma trajetória de redução no seu ritmo de crescimento desde 2017, agravada pela crise da covid-19. Obviamente, as rendas de serviços também foram impactadas pela pandemia, mas respondem a uma dinâmica diferente, com a diversificação da oferta de serviços[5] permitindo uma maior sustentação dessas receitas.

No período de interesse deste artigo, as rendas de tarifas e serviços ganharam maior peso quando comparadas às receitas de intermediação. Em 2014, essas rendas representavam 15,2% de todas as receitas de intermediação e passaram a representar, em 2020, 22,3% – um aumento de 7,1 pontos percentuais. Isso indica que a busca de rentabilidade pelos bancos não negligencia essas receitas, muito embora elas tenham menor peso relativo no total de receitas auferidas pelas instituições.

Diferentemente do resultado de intermediação, não é possível associar um custo específico (e.g. custo de captação) à prestação de serviços e à oferta de tarifas. Esse custo fica diluído na estrutura mais ampla de custos da instituição financeira, captado pelas despesas administrativas e de pessoal. Na literatura é comum utilizar a evolução dessas despesas como uma referência para comparação da evolução das receitas de serviços e tarifas, buscando aferir a "eficiência

4 No passado, em especial, no final da década de 1990 e início dos anos 2000, as receitas com prestações de serviços e tarifas serviram como uma forma de compensar a perda das receitas inflacionárias durante o processo de reestruturação do sistema financeiro brasileiro (IBGE; ANBIMA, 1997; DIEESE, 2006).

5 Incluem rendas de administração de fundos de investimento, assessoria técnica, cobrança, comissões de colocações de títulos, corretagem, serviços de custódia, pacotes de serviços etc.

operacional" dos bancos a partir de indicadores que relacionam ambas as medidas.

A preços constantes do último ano, as despesas administrativas saíram de R$ 65 bilhões em 2014 para R$ 109 bilhões em 2020, ao passo que as despesas com pessoal saíram do patamar de R$ 61 bilhões em 2014 para R$ 112 bilhões em 2020. Essa trajetória revela que as despesas administrativas e de pessoal acompanharam, organicamente, a expansão do setor bancário nesse período: a estrutura operacional necessária para dar conta do aumento das atividades no segmento bancário trouxe novos custos e dispêndios para as instituições.

É interessante notar, contudo, que, diferentemente do passado, essa expansão das despesas não foi acompanhada por uma expansão da rede de agências que, ao contrário decrescem de aproximadamente 23.500 para um pouco menos de 20.000 agências no país. A pandemia de covid-19 pode até ter acelerado a reestruturação dos canais de atendimento do setor bancário, mas só veio a consolidar uma tendência já existente de digitalização via uso de *mobile* e *internet banking*, o que pode ter tido reflexos importantes nas despesas realizadas pelo setor.

O índice de eficiência operacional[6] calculado pela razão entre a soma das despesas de pessoal e outras despesas administrativas e a soma das receitas de prestação de serviços e de tarifas revela uma melhora da eficiência do setor no período o que, em parte, ajuda a explicar o comportamento e a resiliência da taxa de lucro das instituições financeiras brasileiras. O indicador apresenta uma tendência de queda de 2014 a 2019, de 1,72 a 1,42 com uma pequena piora em 2020, quando sobe para 1,46.

Contudo, é necessário acompanhar como os bancos incumbentes irão reagir às várias mudanças pelas quais o sistema financeiro deverá passar no futuro próximo. O sistema de pagamentos instantâneo Pix já é uma realidade no Brasil e afetou diretamente a capacidade de cobrança de tarifas de pessoas físicas. O fechamento das agências poderá ajudar a economizar alguns custos, porém o processo de digitalização demandará dispêndios relevantes com pessoal e com resiliência cibernética. Ademais, a entrada de *fintechs* com novas soluções de pagamento, de cartão de crédito e de investimentos, além do próprio *open banking* em implementação, poderá afetar diretamente a capacidade de cobrar por serviços dos bancos.

Conclusão

Ao longo dos anos foram muitas as metodologias e enfoques utilizados com o objetivo de explicar a elevada e resiliente lucratividade bancária no Brasil. Há muito predomina, ao menos entre economistas heterodoxos, o entendimento de que a explicação para esse fenômeno residiria nos condicionantes macroeconômicos. No caso, a igualmente resiliente e elevada taxa de juros, que fazia engordar a carteira de títulos públicos dos bancos, assim como tornava altas as taxas de juros cobradas nos empréstimos bancários. Era assim entendido que o *spread* do crédito (taxa de juros dos empréstimos menos a taxa de captação dos recursos) era alto devido ao custo de oportunidade, ou seja, à possibilidade de obter bons rendimentos, liquidez e segurança detendo títulos públicos.

Neste artigo analisamos como a taxa de lucro dos bancos brasileiros se comportou num período de queda sistemática e significativa da taxa básica de juros, cobrindo o período de 2015 a 2020. Verificamos que os bancos brasileiros foram capazes de manter elevadas taxas de lucro a despeito da queda da taxa de juros e do marasmo

6 Na literatura costuma-se avaliar a eficiência operacional dos bancos a partir da comparação entre as receitas e despesas (ANDIMA, 2001).

econômico. Os dados e indicadores analisados demonstram que isso foi possível em decorrência de sua capacidade de reorganizar seus portfólios de empréstimos para linhas com maior retorno, especialmente, as destinadas a pessoas físicas, e de controlar seus custos de captação. Desse modo, foram capazes de recompor suas receitas operacionais e sua margem de juros, a despeito da queda real nas rendas auferidas pelas tesourarias em transações com títulos e valores mobiliários.

O crédito à pessoa física destaca-se como fator fundamental para o volume e retorno das operações de crédito no período demonstrando a relevância de compreendermos melhor os determinantes do processo de endividamento das famílias no Brasil recente, que tem se demonstrado resiliente mesmo durante o período de recessão econômica.

Verificamos também a importância da estratégia dos bancos de diversificação de receitas tendo em vista o crescimento das receitas de serviços e tarifas no total das receitas auferidas ao longo do período analisado. As despesas com pessoal e administrativas apresentaram comportamento similar, se expandindo no período, mas a taxas cada vez mais baixas. Com isso, foi possível às instituições gerarem resultado também por essa via, mas com uma capacidade mais limitada em relação ao verificado no caso da intermediação.

Em outras palavras, esse estudo referenda a percepção de que os condicionantes macroeconômicos são essenciais para explicar a trajetória da rentabilidade dos bancos no Brasil, mas os bancos são administradores dinâmicos de seus balanços e, portanto, buscam alcançar níveis de rentabilidades elevados manejando os volumes e preços de suas operações ativas e passivas, independentemente da trajetória das principais variáveis financeiras (MINSKY,2008; PAULA, 2014).

No caso das rendas de tarifas ocorre uma trajetória de redução no seu ritmo de crescimento. Isto parece indicar um certo esgotamento da estratégia de cobrança e elevação das tarifas bancárias, mas, exceto com relação ao PIX, não é ainda possível identificar claramente os efeitos de uma pressão concorrencial com a entrada de novas *fintechs* e bancos digitais nesse resultado (MACAHYBA ET AL., 2021).

Entendemos que fatores como o nível da margem de juros do setor bancário no Brasil que foi mantida ao longo do período analisado, que resulta da relação entre as taxas das operações de empréstimos e as taxas de captação, não foi motivo de análise e reflete fatores de ordem mais estrutural. Entendemos que, como agenda de pesquisa futura, será necessário estudar os fatores de ordem mais perene, que explicam a dinâmica e os resultados do setor ao longo das últimas décadas.

Por fim, cabe continuar a acompanhar os desdobramentos da política monetária do Banco Central do Brasil. Esta agora marcada claramente por um novo "ciclo" de elevação da taxa Selic que ocorre, coincidentemente, num momento em que, apesar do conforto com que os bancos brasileiros atravessaram essa fase de juros decrescentes, poderia apresentar dificuldades de perpetuação. Isto porque com o nível que atingiu a SELIC, visualizava-se já um limite a continuidade do processo de queda dos custos de captação o que requereria uma receita de juros também estável.

Este artigo é só uma primeira aproximação, que busca inaugurar uma linha de pesquisa perene dedicada a acompanhar e interpretar os fenômenos empíricos que caracterizam a lucratividade dos bancos brasileiros.

Referências bibliográficas

ANDIMA. *O Novo Perfil do Sistema Financeiro.* Rio de Janeiro: Andima, 2002.

ANDIMA; IBGE. *Sistema Financeiro*: Uma análise

a partir das Contas Nacionais 1990-1995. Rio de Janeiro: Andima/IBGE, 1997.

CARVALHO, F. J. C. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 13, n. 3, pp. 114-121, 1993.

CLAESSENS, S.; COLEMAN, N.; DONNELLY, M. "Low-For-Long" interest rates and banks' interest margins and profitability: Cross-country evidence. *Journal of Financial Intermediation*, v. 35, Part A, p. 1-16, 2018.

DIEESE. *As Receitas de Prestação de Serviços dos Bancos*. Brasília: DIEESE, jun. 2006.

MACAHYBA, L.; BOECHAT, D.; MONTANI MARTINS, N.; SARNO, P. M. Fintechs: o que são e quais as perspectivas concorrenciais na indústria financeira brasileira. Texto para Discussão IE/UFRJ, nº 034, 2021.

MINSKY, H. P. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw Hill, 2008.

PAULA, L. F. Dinâmica dos Bancos em uma Economia Monetária. In: PAULA, L.F. *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

PINTO, E. C.; PINTO, J. P. G.; SALUDJIAN, A.; NOGUEIRA, I.; BALANCO, P.; SCHONERWALD, C.; BARUCO, G. A Guerra de Todos Contra Todos e a Lava Jato: a crise brasileira e a vitória do Capitão Jair Bolsonaro. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, v. 54, dez. 2019.

REVISTA EXAME. Exame Melhores e Maiores 2010. São Paulo: Revista Exame, 2010.

SICSÚ, J. Brasil: É uma depressão, não foi apenas uma recessão. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 23(1), p. 1-41, 2019.

UMA ANÁLISE SOBRE A EVOLUÇÃO RECENTE DAS FINTECHS NO BRASIL

Elena Soihet
Professora de Economia do Instituto Multidisciplinar da UFRRJ e Pesquisadora do FINDE
Talita Cardoso Ferreira
Bacharel em Economia pela UFRRJ

ÍNDICE

O termo *Fintech* tem origem (em inglês) na junção das palavras Financeiro (*Financial*) e Tecnologia (Technology) e são consideradas empresas que prestam serviços financeiros com o uso intenso de tecnologia, focadas em inovação para promover produtos e serviços financeiros diferenciados, de acordo com as necessidades do usuário, atuando em plataformas totalmente on-*line*. Segundo o Banco Central do Brasil (2021a), as *Fintechs* podem ser classificadas em diferentes tipos, sendo elas: de crédito, pagamento, gestão financeira, empréstimo, investimento, financiamento, seguro, negociação de dívidas e multisserviços. Elas utilizam tecnologias inovadoras como: plataformas de serviços e atendimento totalmente *on-line*, inteligência artificial, rápido processamento de grande volume de dados (*big data*), protocolos de comunicação e armazenamento de dados

De acordo com Diniz (2020), a origem das *Fintechs* no mundo iniciou-se com a criação do PayPal, fundado em dezembro de 1998, na Califórnia, que ocasionou uma revolução nas experiências dos clientes, pois o foco era a área de pagamentos e movimentação de recursos *on-line*, sem a intermediação dos bancos tradicionais.

A disseminação das *Fintechs* está amplamente relacionada à crise de 2008, que ocorreu no epicentro da economia mundial,os Estados Unidos, e se expandiu globalmente devido ao colapso da bolha especulativa no mercado imobiliário. Em decorrência da crise, houve falência de diversas instituições financeiras e uma elevação dos números de desempregados que atuavam no setor. Tais profissionais qualificados começaram a empreender, principalmente em *Startups* (empresas novas no mercado, com base tecnológica e serviços inovadores). As *Fintechs* são *Startups* do segmento financeiro. Aliado a esse fator, o aumento regulatório dos bancos tradicionais pode também ter promovido a popularização desses novos modelos de negócios e novos entrantes no mercado financeiro (DINIZ, 2020).

Portanto, existem diferenças entre bancos digitais (Fintechs) e bancos digitalizados (bancos tradicionais), conforme pode ser observado na Figura 1 a seguir.

Logo, bancos digitais são aqueles que funcionam de maneira *on-line*, podendo o cliente fazer todas as operações de maneira virtual, até mesmo a abertura da conta. Normalmente não possuem estrutura física (como agências), ou seja, bancos digitais ou *Fintechs* são instituições que nasceram e operam de forma *on-line*.

Por outro lado, bancos tradicionais ou digitalizados possuem estrutura física, isto é, não têm origem de maneira totalmente *on-line*, mas devido à digitalização da economia e às novas necessidades do mercado, se reinventaram e passaram a oferecer aplicativos para os *smartphones* e computadores dos clientes, com o objetivo de

Figura 1 – Principais diferenças entre bancos digitalizados e bancos digitais

	"Banco digitalizado"		"Banco digital"	
Abertura de contas	Processo presencial na agência (onde a conta fica vinculada) - cadastro remoto nos canais eletrônicos	Fluxo físico de documentos e assinaturas	Processo não presencial, com captura digital de documentos e informações e coleta eletrônica de assinatura	
Consulta e resolução de problemas	Contato com o gerente vinculado à conta para resolução de problemas com necessidade de presença na agência pelo cliente	Canais eletrônicos para consultas e transações não complexas - dúvidas canalizadas para gerente	Acesso a canais eletrônicos para todas as consultas e contratação de produtos	Resolução de problemas por múltiplos canais sem a necessidade da ida à agência

Fonte: : Federação Brasileira de Bancos (FEBRABAN, 2014)

realizar operações virtualmente. Contudo, ainda há a necessidade em muitos casos de ir presencialmente a uma agência bancária, seja para resolver problemas com o aplicativo, seja para falar com gerentes, entre outros.

O relatório da Febraban (2018) destaca os riscos de origem financeira, operacional e macrofinanceiros das *Fintechs*. A respeito dos riscos de origem financeira, há por exemplo, o risco de alavancagem, ou seja, menor quantidade de capital disponível para absorver perdas. O risco operacional que pode ser o controle/ processo de governança ruim e riscos cibernéticos. E por fim, riscos macrofinanceiros que podem ser caracterizados pelo excesso de volatilidade ou importância sistêmica, ampliando o risco moral das empresas. Nesse sentido, tendo em vista tais riscos, a autoridade monetária tem o desafio de regulamentar esse novo processo digital dos bancos. Por terem base totalmente tecnológica estão mais suscetíveis a ataques na *internet*, fraudes e uso indevido de dados dos usuários.

As *Fintechs* no Sistema Financeiro Nacional

No Brasil, as *Fintechs* estão regulamentadas desde abril de 2018, pelo Conselho Monetário Nacional - Resoluções 4.656 e 4.657 (BRASIL, 2018a; 2018b). Para terem autorização para iniciar as operações, as *Fintechs* devem fornecer ao Banco Central informações sobre os proprietários, comprovar a origem e a respectiva movimentação financeira dos recursos utilizados no empreendimento pelos controladores e verificar se há compatibilidade da capacidade econômico-financeira com o porte, a natureza e o objetivo do empreendimento.

O Banco Central autoriza o funcionamento no país de dois tipos de *Fintechs* de crédito: a Sociedade de Crédito Direto (SCD) e a Sociedade de Empréstimo entre Pessoas (SEP). A SCD possui operações de crédito, em plataformas *on-line*, com recursos próprios, porém não tem autorização para captar recursos do público. Por sua vez, a SEP é caracterizada por operações de crédito entre pessoas, em inglês, *peer-to-peer lending*. Nesse caso, a *Fintech* atua como intermediadora

entre o credor e o devedor e são autorizadas a captar recursos do público, desde que estejam ligadas às operações de empréstimo. Ambas são autorizadas a emitir moeda eletrônica (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021a).

As *Fintechs* têm crescido no Brasil e no mundo, por meio dos novos padrões sociais, principalmente devido à digitalização da economia. Na América Latina (AL), segundo dados da Febraban (2020), os países com maior número de *Fintechs* são: Brasil, 529, seguido do México com 394 e Colômbia com 180. A maioria das *Fintechs* no Brasil atua no setor de pagamentos e empréstimos. A AL vem atraindo o desenvolvimento das *Fintechs* não apenas pela grande extensão territorial e número de habitantes, mas também, por possuir uma grande parcela da população desbancarizada, ou seja, que não tem acesso a conta em bancos tradicionais. Segundo o estudo do Instituto de Pesquisa Locomotiva (2021), em janeiro de 2021, aproximadamente 34 milhões de brasileiros, no total, não possuíam acesso a serviços bancários, sendo 16,3 milhões desbancarizados e 17,7 milhões sub-bancarizados, ou seja, segmento da população que utiliza pouco os serviços bancários. Esses dados revelam uma grande porta de entrada para a atuação das *Fintechs* ao atingirem nichos de mercado específicos.

Sobre localização das *Fintechs* no Brasil, a maioria encontra-se na região Sudeste, (principalmente no estado de São Paulo), com uma concentração de cerca de 72,3% na região, 18,1% na região Sul e 9,6% nas demais (DISTRITO, 2021).

As *Fintechs* e os Bancos tradicionais: uma comparação

A expansão das *Fintechs* no Brasil se dá juntamente com a expansão da *internet*. Segundo o IBGE (2019), 82,7% dos domicílios possuem acesso à *internet*, concentrados nas regiões urbanas do Brasil. O celular é o equipamento mais utilizado para o seu acesso, encontrado em 98,6% dos domicílios, como mostra a Figura 2 e esse fator propicia o maior uso, por exemplo, do

Figura 2 – Equipamentos mais utilizados para acessar a internet no Brasil

Fonte: IBGE

mobile banking (acesso aos bancos por meio de dispositivos móveis, como *smartphones*) nas transações bancárias.

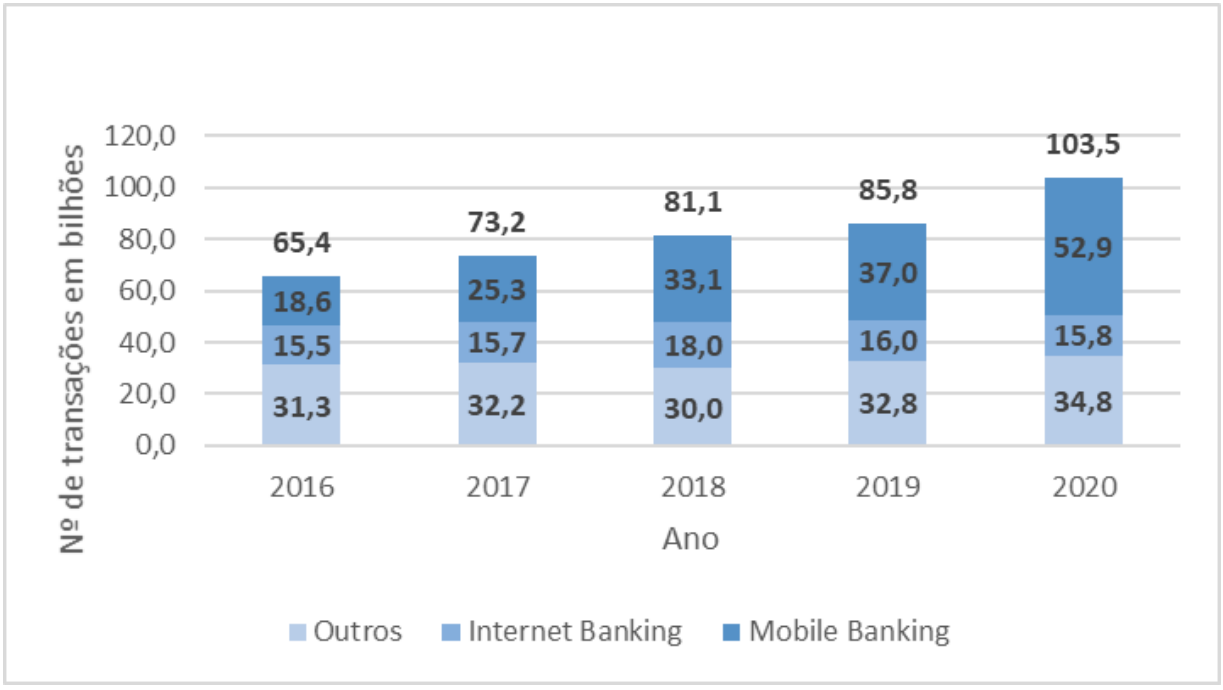
Dessa forma, os novos padrões de consumo da população vêm buscando maior comodidade, rapidez e eficiência para os clientes, como tem ocorrido com os serviços oferecidos por meio de aplicativos que podem ser baixados diretamente no celular.

O relatório da Febraban de 2021 sobre tecnologia bancária, mostra que de 2019 a 2020 no Brasil, os bancos tradicionais aumentaram os seus investimentos na área de tecnologia disruptiva - aproximadamente 8%. Segundo a pesquisa, os bancos são o segundo maior investidor em tecnologia no Brasil e no mundo, perdendo apenas para o governo, e isso se deve também ao intuito de acompanhar o movimento de digitalização da economia que aflorou com o efeito da pandemia do Covid-19. Além disso, conforme Febraban (2021) a "segurança cibernética é investimento crítico para alavancar crescimento escalável, atender às novas regulamentações e apoiar o trabalho remoto", sendo o investimento em tecnologia considerado prioridade pelas instituições tradicionais.

A pandemia acelerou a reestruturação digital dos bancos. Conforme o gráfico 1, o total das transações bancárias no Brasil segundo a Febraban (2021) numa amostra com 21 bancos, revela que o número de transações bancárias atingiu a marca de R$ 103,5 bilhões, sendo que o maior destaque foram as transações através do celular (*mobile banking*). Elas totalizaram 52,9 bilhões de transações em 2020, registrando um aumento de 43% em relação ao ano anterior, o que tornou o *mobile banking* o canal dominante, pois foi o responsável por mais da metade das transações bancárias no ano de 2020.

Este foi o maior crescimento dos últimos anos, reflexo dos períodos de pandemia e auxílio emergencial, tendo em vista a necessidade de as transações serem feitas de maneira *on-line* devido ao fechamento/horário reduzido de diversas

Gráfico 1 – Número de transações bancárias no Brasil (em bilhões)



Fonte: Febraban

agências bancárias. Os outros canais referem-se aos: Pontos de venda no comércio (POS), Autoatendimento (ATM), Correspondentes bancários, Agências bancárias e *Contact centers*.

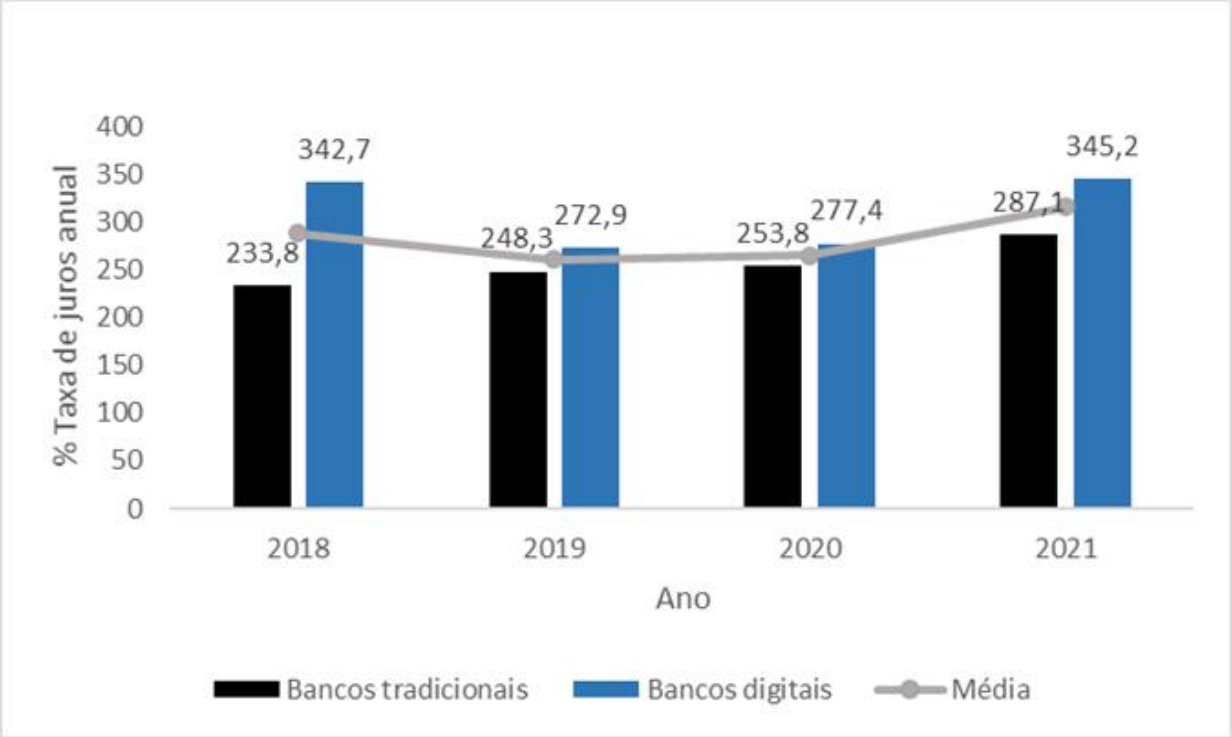
As agências bancárias continuam tendo importância para operações como renegociações de dívida e operações cambiais. Porém, sua procura diminuiu consideravelmente para operações simples, como consultas a extratos bancários, contratações de crédito, pagamentos e transferências bancárias que vem sendo realizadas através de canais digitais. Mesmo a abertura de contas tem sido realizada através desses canais cujo aumento foi de 90% em 2020 em relação ao ano anterior (FEBRABAN, 2021).

No aspecto relacionado aos juros, segundo o relatório da Febraban (2018), as altas taxas cobradas pelos bancos tradicionais estão relacionadas ao elevado *spread* bancário, com destaque para a inadimplência. Contudo, é ressaltado que as inovações podem reduzir os *spreads* e também as taxas de empréstimos, devido a diminuição dos custos.

Mas será que essas *Fintechs* realmente se diferenciam dos bancos tradicionais em relação às taxas de juros cobradas? Com o objetivo de exemplificar será feita uma análise das taxas de juros cobradas pelos principais bancos tradicionais e digitais.

As taxas de juros selecionadas para a análise foram as taxas na modalidade do cartão do crédito rotativo e a de crédito pessoal. Segundo a Agência Brasil (2021), um dos principais fatores

Gráfico 2 – Percentual da taxa de juros dos bancos tradicionais e bancos digitais por pessoa física na modalidade Cartão de Crédito Rotativo Total [1]



Fonte: Banco Central do Brasil (2021b)

[1] As taxas de juros por instituição financeira apresentadas nesse conjunto de tabelas representam médias aritméticas das taxas de juros pactuadas nas operações realizadas nos cinco dias úteis referidos em cada publicação, ponderadas pelos respectivos valores contratados. Eventualmente algumas instituições financeiras não aparecem relacionadas nas tabelas em razão de não terem realizado operações de crédito nas respectivas modalidades nos períodos referidos ou por não terem prestado as informações requeridas pelo Banco Central do Brasil no prazo previsto pela legislação em vigor. (BANCO CENTRAL DO BRASIL,2021). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/txjuros>. Acesso em: 16 de novembro de 2021.

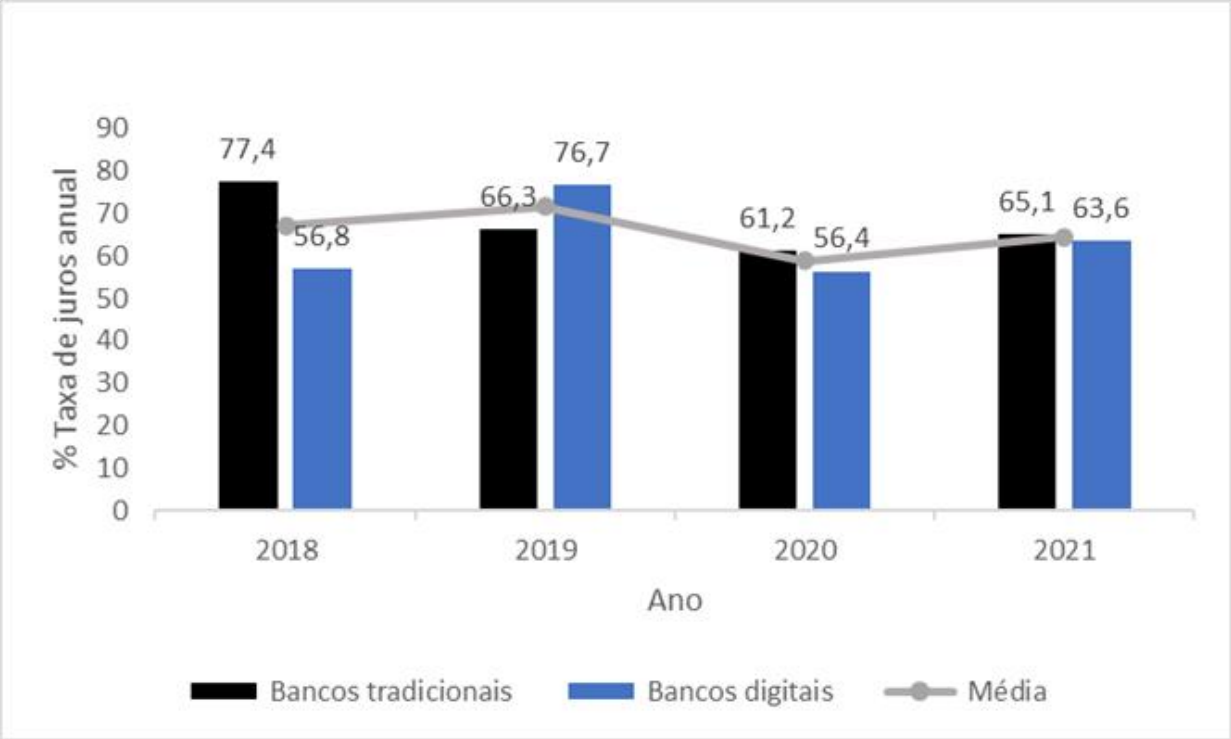
de endividamento pessoal são os cartões de crédito, principalmente sobre a taxa do rotativo do cartão, que ocorre quando o cliente paga menos que o valor integral, no qual é aplicado os juros compostos. Por outro lado, o crédito pessoal tem sido utilizado para quitar a dívida do cartão de crédito, que possibilita a obtenção de novos empréstimos.

Para a escolha dos cinco maiores bancos atuantes no Brasil: Banco do Brasil (BB), Bradesco, Caixa Econômica Federal (CEF), Itaú Unibanco e Santander, foi utilizado o relatório do Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (DIEESE, 2020). Já para a seleção dos bancos digitais (*Fintechs*), foi utilizado a lista anual de bancos da Forbes (2021). Dentre eles, podem-se destacar três bancos digitais: C6 Bank, Nubank e Banco Original.

Sobre a análise do comportamento da taxa de juros foi escolhido o período de quatro anos, sendo 2018 e 2019 o período antes da pandemia do Covid-19 e os anos 2020 e 2021 que está relacionado ao período durante a pandemia. O gráfico 2 apresenta o percentual da taxa de juros cobrada ao ano (a.a.) pelos bancos na modalidade de cartão de crédito rotativo total no período de 31/12/2018 a 22/10/21.

Observa-se que a média percentual da taxa de juros na modalidade de crédito pessoal no ano de 2018 foi maior nos bancos tradicionais, com 77,4% a.a contra 56,8% a.a nos bancos digitais. Porém, nos anos posteriores até outubro de 2021 as taxas cobradas não mostraram relevante diferenciação entre bancos digitais e tradicionais. O resultado sugere que fazer um empréstimo pessoal não consignado entre essas instituições possui pouca discrepância no que tange a taxa de juros. Mas, para a população que não tem acesso aos bancos tradicionais, em geral por não terem comprovação de renda, as *Fintech*, possibilitam a abertura de contas e obtenção do crédito pessoal para diversas finalidades com menos burocracia.

Gráfico 3 - Percentual da Taxa de Juros dos bancos tradicionais e digitais por pessoa física na modalidade Crédito Pessoal Não Consignado



Fonte: Banco Central do Brasil (2021b)

Na verdade, a maior disparidade entre as instituições tradicionais e digitais se dá nas taxas de serviços cobradas. Nos bancos digitais, a grande maioria não cobra taxa de manutenção de conta, por exemplo, diferentemente das instituições tradicionais, que além de taxas de conta corrente no geral, cobram em grande parte outros custos como tarifas anuais nos cartões de crédito.

Considerações finais

Conforme os resultados apresentados, o uso do cartão de crédito em bancos tradicionais possui uma taxa de juros média menor em relação aos bancos digitais, sendo, portanto, mais vantajoso utilizar as instituições tradicionais. Já em relação ao crédito pessoal, ambas as taxas são praticamente equivalentes. Com foco na ampliação da opção de canais digitais e agregação de novos produtos ao portfólio, os bancos tradicionais têm se aliado às *Fintechs*. De um lado, elas oferecerem alternativas mais ágeis e especializadas enquanto os bancos dão mais ganhos de escala as *Fintechs*.

Acreditamos que são necessários estudos que se aprofundem especialmente no que diz respeito ao custo do cliente na tomada de empréstimos. A grande parcela da sociedade ainda depende de crédito e o custo principal é a taxa de juros e não as tarifas bancárias. Ainda que estejamos consultando um intervalo de tempo relativamente curto para análise da taxa de juros, observamos que ambas as instituições têm ofertado juros muito acima da inflação oficial (IPCA).

As *Fintechs* apresentam uma promessa de ter um novo padrão com uma abordagem focada na era digital, ao buscar facilitar operações bancárias e incluir o segmento da população dos "desbancarizados" (sem conta corrente em banco). Segundo as expectativas do Banco Central do Brasil (2019), o ingresso das *Fintechs* poderia aumentar a concorrência do sistema por meio da expansão da oferta de produtos e serviços devido ao uso de recursos tecnológicos mais avançados e especializados. Esse é um desafio para as *Fintech* atuarem, porém ainda está muito aquém do esperado.

Referências

AGÊNCIA BRASIL, 2021. **Juros anuais do cartão de crédito chegam a até 875%: Especialistas orientam evitar rotativo do cartão**. 2021. Disponível em: <https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2021-03/juros-anuais-do-cartao-de-credito-chegam-ate-875>. Acesso em: 02 de outubro de 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. ***Fintechs***. 2021a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/fintechs>. Acesso em: 25 de outubro de 2021.

_____. **Relatório de Economia Bancária**. 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/REB_2019>. Acesso em: 21 de outubro de 2021.

_____. **Relatório de Taxa de Juros.** 2021b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/txjuros>. Acesso em: 05 de outubro de 2021.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN n° 4.656 de 26/4/2018**. Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições. 2018a.

_____. Conselho Monetário Nacional. **Resolução CMN n° 4.657 de 26/4/2018**. Altera a Resolução nº 4.606, de 19 de outubro de 2017. 2018b.

COPPI, Nicholas Guedes; DA SILVA, Thiago Santos. **Breves considerações sobre a digitalização da economia e seus impactos na tributação**. 2019. Disponível em: <https://ibdt.org.br/RDTA/wp-content/uploads/2019/11/Nicholas-Guedes-e-Thiago-Santos.pdf>. Acesso em: 24 de outubro de 2021.

DIEESE. **Desempenho dos Bancos: Os cinco maiores bancos do país lucram R$ 79,3 bilhões durante a pandemia, com aceleração da digitalização e fechamento de postos de trabalho e agências**. 2020. Disponível em: <https://www.dieese.org.br/desempenhodosbancos/2021/desempenhoDosBancos2021.html>. Acesso em: 03 de novembro de 2021.

DINIZ, Bruno. **O Fenômeno *Fintech*: Tudo sobre o movimento que está transformando o mercado financeiro no Brasil e no mundo.** Rio de Janeiro: Editora Alta Books, 2020.

DISTRITO. ***Fintech***. São Paulo: Distrito. 2021. Disponível em: <https://distrito.me/dataminer/reports/>. Acesso em: 29 de outubro de 2021.

FEBRABAN. **Inovação e Competição: Novos Caminhos para Redução dos *Spreads* Bancários?**. 2018. Disponível em: <https://portal.febraban.org.br/pagina/3141/26/pt-br/apresentacoes-setor-bancario>. Acesso em: 17 de novembro de 2021.

_____. **Pesquisa FEBRABAN de tecnologia bancária.** 2014. Disponível em: <https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/Pesquisa%20FEBRABAN%20de%20Tecnologia%20Bancaria%202014.pdf >. Acesso em: 17 de novembro de 2021.

_____. **Pesquisa FEBRABAN de tecnologia bancária.** 2021. Disponível em: <https://cmsarquivos.febraban.org.br/Arquivos/documentos/PDF/pesquisa-febraban-relatorio.pdf >. Acesso em: 30 de outubro de 2021.

_____. Raio-x das *Fintechs* Brasileiras. **Revista CIAB Febraban**. 2020. Disponível em<https://noomis.febraban.org.br/revistas>. Acesso em: 30 de outubro de 2021.

FORBES. **Os melhores bancos do Brasil: Nubank mantém liderança.** 2021. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/04/os-melhores-bancos-do-brasil-nubank-mantem-lideranca/#foto15>. Acesso em: 03 de novembro de 2021.

IBGE, Diretoria de Pesquisas, Coordenação de Trabalho e Rendimento. **Pesquisa Nacional por Amostras de Domicílios Contínua**, 2019. Disponível em: <https://biblioteca.ibge.gov.br/visualizacao/livros/liv101794_informativo.pdf >. Acesso em: 30 de outubro de 2021.

LOCOMOTIVA, Pesquisa e Estratégia. **34 milhões de brasileiros não têm acesso a serviços bancários**. 2021. Disponível em: <https://www.ilocomotiva.com.br/single-post/labs-news-34-milh%C3%B5es-de-brasileiros-n%C3%A3o-t%C3%AAm-acesso-a-servi%C3%A7os-banc%C3%A1rios>. Acesso em: 01 de outubro de 2021.

AS AGÊNCIAS DE RATING E O TERRORISMO DO MERCADO FINANCEIRO FRENTE ÀS ELEIÇÕES PRESIDENCIAIS BRASILEIRAS

Pedro Lange Netto Machado
Doutorando em Ciência Política no IESP-UERJ e pesquisador do Geep/Iesp

ÍNDICE

As reações do mercado financeiro são hoje um ingrediente frequente do processo político brasileiro. Dificilmente alguma questão se resolve nesse âmbito sem que a opinião pública seja claramente informada sobre o que o mercado pensa a respeito. O instrumental a seu dispor para tanto é variado: movimentos na bolsa de valores, fluxos de capitais e seus impactos sobre o câmbio, indicadores de risco-país e um sem número de vias de manifestação discursiva, repercutidas por canais de mídia com os quais convergem ideologicamente. Nesse cenário, a realização de eleições presidenciais desponta como um evento crítico para a interação entre investidores e a dinâmica política nacional.

Como os pleitos tradicionalmente se estruturam sobre uma candidatura mais à esquerda e outra mais à direita, as manifestações do mercado, via de regra, são favoráveis às segundas. Isso porque a agenda programática de governos de direita está mais alinhada às demandas dos setores financeiros da sociedade, sendo orientada, com frequência, pelo imperativo da austeridade fiscal e pela realização de reformas liberalizantes na economia nacional. Em outras palavras, os interesses do mercado são mais fortemente representados por um lado do espectro político partidário do país.

O problema ocorre quando o aspecto político das posições do mercado é negligenciado, conferindo -lhes uma roupagem científica e de neutralidade. Como consequência, o outro lado da disputa acaba por ser desqualificado, sendo comumente caracterizado como incompetente ou "populista". Não raramente, essa posição se radicaliza e cenários catastróficos são projetados para o país caso qualquer política que desvirtue dos preceitos ortodoxos corra o risco de vencer nas urnas e ser implementada. Trata-se, com efeito, de um terrorismo frequente no *modus operandi* do mercado financeiro frente ao processo político nacional.

A título de ilustração, vejamos como essa realidade se reflete no comportamento das agências de classificação de risco diante das eleições brasileiras no século XXI. Responsáveis por avaliar a credibilidade dos títulos de dívida pública, dentre outros instrumentos financeiros transacionados nos mercados de capitais, as agências vêm participando ativamente da dinâmica eleitoral do Brasil, sempre opinando sobre seus desdobramentos e fazendo uso de sua condição de autoridade epistêmica para propor agendas e constranger candidaturas. Como seria de se esperar, isso vem ocorrendo em detrimento dos candidatos do PT e em favor dos candidatos de direita – sejam eles do PSDB, como foi o caso até 2014, ou Bolsonaro, tal como ocorreu em 2018 e deve ocorrer em 2022.

No ano eleitoral de 2002, em meio ao contexto de crise de confiança que se estabeleceu, as agências rebaixaram a classificação de risco brasileira em função da probabilidade de vitória de Lula. Nos relatórios publicados por Standard & Poor's (2002) e Fitch Ratings (2002), que oligopolizam o segmento ao lado da Moody's, a justificativa para

tanto era a percepção de que Lula e o PT eram radicais de esquerda, o que tornava mais saliente, em sua visão, o risco de default da dívida pública. Isso a despeito dos claros sinais de moderação do partido na ocasião, tal como a "Carta ao Povo Brasileiro" indicou. Com Lula eleito, contudo, as profecias do mercado não se concretizaram: pelo contrário, o presidente petista aderiu a uma agenda predominantemente ortodoxa e a classificação de risco brasileira ingressou em uma trajetória ascendente que durou cerca de uma década e alçou o *rating* soberano ao grau de investimento.

O problema ocorre quando o aspecto político das posições do mercado é negligenciado, conferindo-lhes uma roupagem científica e de neutralidade. Como consequência, o outro lado da disputa acaba por ser desqualificado, sendo comumente caracterizado como incompetente ou "populista".

Nos dois pleitos presidenciais seguintes não houve crise proveniente do mundo financeiro nem projeções de cenários ruins, uma vez que a economia brasileira apresentava um bom desempenho e o PT havia conquistado a confiança dos investidores. Mas em 2014 o conflito voltou a aparecer e a Standard & Poor's (2014), sem qualquer cerimônia, publicou relatório, em 31 de julho, afirmando que um governo de Aécio Neves (PSDB) seria melhor para o país do que uma reeleição de Dilma.

Com Dilma reeleita, porém, restou às empresas embarcar na aventura do impeachment, promovendo *downgrades* em profusão da nota de risco brasileira durante a tramitação do processo no Congresso Nacional. Paralelamente, na dimensão discursiva, enalteciam a credibilidade de um possível governo Temer, que prometera sua "Ponte para o Futuro" (S&P, 2016). Embora não se possa afirmar que as agências agiram conscientemente em prol da destituição da presidente, fato é que suas ações compuseram o cenário que criou as condições para o golpe. Mas tal suspeita se torna particularmente plausível diante do inédito ativismo das três agências em um espaço de tempo bastante restrito: entre dezembro de 2015 e maio de 2016, meses que perpassam o processo de impeachment até o afastamento da presidente, o país acumulou quatro *downgrades* em sua classificação de risco.

Já na corrida eleitoral de 2018, as agências voltaram a promover um terrorismo diante da possibilidade de um candidato que abandonasse a agenda de reformas liberais e austeridade fiscal ser eleito. Em relatório publicado no mês de setembro, a Fitch (2018), por exemplo, projetou um cenário calamitoso para a economia brasileira caso Haddad, do PT, saísse vitorioso da disputa. Segundo a empresa:

> *Financial markets would likely sell off significantly in light of the leftist candidates' campaign pledges to undo key reforms pursued over the last two years. The real would likely hit historic lows, bond yields would spike and equities would decline sharply. The sudden drop in financial markets and business sentiment would likely push the economy back into recession heading into 2019.*

Por outro lado, uma vitória de Bolsonaro era promessa de que muito em breve os investimentos retornariam ao país, que assim voltaria a crescer:

> *Brazilian financial markets would likely rally because Bolsonaro has appointed investor-friendly advisors and pledged support for pension reform and privatisations. Market participants also appear to believe that the leftist candidates represent a threat to fiscal stability and growth and would likely show relief on the reduction of uncertainty. With confidence growing, economic activity growth would broadly pick up heading into 2019.*

Para 2022, à medida que as eleições se aproximam, a tendência é que novas projeções do gênero se proliferem. Nesse contexto, é imprescindível que saibamos identificar o caráter político e eleitoreiro

dessas manifestações, que, a despeito de se apresentarem como técnicas e politicamente neutras, visam apenas a resguardar os interesses dos setores financeiros da sociedade na disputa pelo planalto. Em áudio vazado e amplamente repercutido pela mídia, o banqueiro André Esteves já adiantou que a agenda do governo Bolsonaro segue dominante no setor (Folha de S. Paulo, 2021) – a despeito de todas as tragédias sanitárias e socioeconômicas que experimentamos nos últimos três anos. Nesse sentido, a tendência é de que novamente o candidato do PT seja demonizado, uma vez que todas as pesquisas indicam que as eleições do ano que vem serão polarizadas por Lula e Bolsonaro.

A grande diferença para o pleito de 2018, contudo, é que dessa vez os dois candidatos terão legados a defender, o que pode colocar os atores do mercado financeiro em posição contraditória e embaraçosa, caso decidam embarcar novamente na candidatura bolsonarista. Isso porque, por um lado, a gestão da economia nacional pelo governo Bolsonaro vem promovendo a deterioração de métricas bastante caras ao mercado: a dívida pública como proporção do PIB aumentou, a inflação dá sinais de descontrole diante de uma desvalorização cambial difícil de explicar e o crescimento do PIB permanece estagnado. Tudo isso em um contexto no qual o presidente se mostra disposto a burlar regras fiscais para expandir gastos públicos no ano eleitoral vindouro – o que o mercado financeiro denomina pejorativamente como "populismo fiscal". Nesse processo, a busca desenfreada pela aprovação da PEC dos precatórios pelo governo desponta como emblemática.

Por outro lado, Lula também terá um legado para defender, mas bastante distinto do de Bolsonaro. Durante os seus mandatos (2003-2010), o Brasil alcançou uma credibilidade inédita na história nacional perante agentes do mercado. Em um contexto de crescimento econômico com baixa inflação, redução das desigualdades sociais e acúmulo de vultosas reservas internacionais, os indicadores de risco-país se reduziram consideravelmente. Com efeito, como já apontado, as três agências de classificação de risco reconheceram a credibilidade brasileira e atribuíram ao país o grau de investimento em plena conjuntura da crise financeira global desencadeada em 2008. Na ocasião, a revista britânica *The Economist*, tradicional porta-voz da ortodoxia econômica, deu destaque em sua capa ao sucesso da economia brasileira, simbolizada pelo Cristo Redentor decolando, sob a manchete *Brazil takes off* (The Economist, 2009).

Ironicamente, em novembro de 2021, a mesma *The Economist* (2021) publicou artigo criticando duramente o governo Bolsonaro, afirmando que o mesmo é ruim para a economia brasileira. Poucos dias antes, foi a vez de outro canal de mídia ideologicamente alinhado ao mercado financeiro se manifestar na mesma linha: para a *Financial Times* (2021), seu governo vem sendo incompetente na gestão da pandemia e da economia, tendo também responsabilidade direta sobre a degradação ambiental do país e a prevaricação em caso de corrupção na compra de vacinas. A revista também deu destaque à irresponsabilidade fiscal de sua equipe econômica, que, a despeito de ser capitaneada por um suposto guru da ortodoxia, parece estar cedendo ao impulso de ampliar gastos públicos com finalidades eleitoreiras.

Diante disso, cabe questionar se o mercado financeiro apoiará novamente, de forma irrestrita, a candidatura de Bolsonaro nas eleições de 2022. Se alguns de seus porta-vozes parecem adotar postura mais cautelosa, o que se pode esperar do comportamento das agências de classificação de risco? Neste caso, o histórico de Standard Poor's, Moody's e Fitch Ratings não dá margem a otimismo.

Isso porque o rótulo partidário importa para o posicionamento das agências, tal como demonstram as pesquisas de Barta e Johston (2017) e Vaaler, Schrage e Block (2006) para os casos de economias avançadas e emergentes, respectivamente. Desse modo, governos de esquerda (direita) tendem a ser punidos (beneficiados) pelas agências com notas de risco piores (melhores), em função de sua ideologia partidária e independentemente dos resultados econômicos alcançados em suas gestões. No mesmo sentido, o comportamento das três empresas durante a experiência brasileira recente também sugere haver um apoio velado ao governo Bolsonaro. Se na crise do governo Dilma, por exemplo, as agências estavam frequentemente em canais de mídia se manifestando e criticando o governo petista (Machado, 2018), seu silêncio e inação diante do colapso econômico brasileiro no contexto da pandemia de covid-19 sob Bolsonaro são reveladores.

Nesse contexto, é imprescindível que saibamos identificar o caráter político e eleitoreiro dessas manifestações, que, a despeito de se apresentarem como técnicas e politicamente neutras, visam apenas a resguardar os interesses dos setores financeiros da sociedade na disputa pelo planalto.

Esse *modus operandi* se torna ainda mais claro a partir do instrumental que a literatura acadêmica nos oferece. Segundo uma abordagem bastante difundida, a dinâmica política e econômica brasileira, no século XXI, pode ser compreendida nos termos do embate entre duas coalizões sociais com projetos distintos para o país e que vem se alternando no poder desde a década de 1990. Essas coalizões são denominadas de maneiras variadas, a depender da filiação teórica dos autores que as analisam. Por exemplo, para Singer (2018), haveria no país uma coalizão produtivista, que competiria pelo poder com uma coalizão de caráter rentista. Boito Jr. (2018), por seu turno, entende a realidade brasileira a partir da existência de uma coalizão neodesenvolvimentista e de um campo neoliberal ortodoxo. Já Ianoni e Cunha (2018) partem do diagnóstico do embate entre uma coalizão social-desenvolvimentista e outra neoliberal.

Em todos esses casos, o PT aparece como líder representativo de um dos lados (produtivista; neodesenvolvimentista; social-desenvolvimentista), ao passo que as agências de rating se inserem no grupo concorrente. Disso se depreende uma possível explicação para a dimensão política do comportamento das agências. Em outras palavras, é plausível supor que a afinidade ideológica entre as três empresas e os demais atores que compõem a coalizão social a que pertencem contribui para interditar uma revisão de posicionamento para o próximo ciclo eleitoral.

Ao mesmo tempo, no entanto, convém lembrar que as agências, assim como boa parte dos atores do mercado financeiro, atuam supranacionalmente e vocalizam interesses de investidores que operam nos mercados de capitais globalizados. Deve-se considerar, portanto, que tal condição as torne indiferentes às inúmeras outras mazelas potencializadas ou causadas pelo governo Bolsonaro nos últimos anos, para além da atual crise econômica: destruição ambiental, da cultura, da ciência e tecnologia nacionais, além das centenas de milhares de mortes decorrentes de seu negacionismo na pandemia de covid-19 – dentre muitas outras. Mas o que esperar então dos demais setores que compõem a coalizão neoliberal em questão?

Neste caso, é precisamente a partir de um reposicionamento da classe média tradicional, do grande empresariado, do agronegócio e da burocracia pública, diante das tragédias do Brasil

de Bolsonaro, que uma cisão na coalizão de apoio ao atual presidente pode se manifestar, de modo a enfraquecê-la – o que já vem ocorrendo em certa medida, como sugerem a postura de diversos grupos de mídia e a progressiva corrosão de sua popularidade, por exemplo. Ainda assim, para esses grupos, o terrorismo promovido pelos setores financeiros da sociedade deverá ter maior apelo no próximo ciclo eleitoral.

Nesse contexto, caberá às forças políticas mais à esquerda saber contemplá-los em seu projeto, sem permitir que as pressões do mercado prejudiquem esse movimento. Simultaneamente, será também imprescindível não se curvar a uma agenda econômica ortodoxa no processo, de modo a resistir ao que o terrorismo em questão exigirá dos competidores de Bolsonaro. Com efeito, a literatura acadêmica vem mostrando que a convergência programática de governos de direita e esquerda em torno de preceitos neoliberais constitui uma das explicações para a ascensão de governos extremistas e populistas mundo afora (Milanovic, 2016; Kutnner, 2018; Rodrik, 2018). A superação dessa agenda, por conseguinte, parece ser uma condição para que se possa derrotar tanto Bolsonaro quanto o bolsonarismo no país.

Referências

Barta, Z.; Johnston, A. (2017). Rating Politics? Partisan Discrimination in Credit Ratings in Developed Economies. Comparative Political Studies.

Boito Jr., A. (2018). Reforma e crise política no Brasil: os conflitos de classe nos governos do PT. São Paulo: Editora Unesp.

Financial Times (2021). Jair Bolsonaro's faults go well beyond the pandemic. Disponível em: https://www.ft.com/content/4733957d-b1a2-4ef1-90dc-bb394f77997d

Fitch (2002). Would The Real Lula Please Stand Up.... Fitch Ratings, 19 de junho.

Fitch (2018). Fitch Solutions Election View - Bolsonaro Most Likely To Win In Close Election. Fitch Ratings, setembro.

Folha de S. Paulo (2021). Dono do BTG fala como influencia políticos e BC, e compara impeachment de Dilma a golpe de 64. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/10/dono-do-btg-fala-como-influencia-politicos-e-bc-e-compara-impeachment-de-dilma-a-golpe-de-64.shtml

Ianoni, M.; Cunha, P. H. F (2018). Coalizões e política macroeconômica nos governos Dilma: do tripé flexibilizado à volta do tripé rígido. Ponto de Vista, n. especial, 2018.

Kutnner, R. (2018). Can democracy survive global capitalism? W. W. Norton & Company, E-book.

Machado, P. L. N. (2018). A política da classificação de risco: uma análise da atuação das agências de rating ao longo dos governos de Dilma Rousseff (2011-2016). Dissertação de Mestrado em Relações Internacionais defendida na Universidade Federal de Santa Catarina.

Milanovic, B. (2016). Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization. Harvard University Press.

Rodrik, D. (2018). Populism and the Economics of Globalization. Journal of International Business Policy, 1: 12-33.

Singer, A. (2018). O Lulismo em Crise: Um quebra-cabeças do período Dilma (2011-2016). São Paulo: Companhia das Letras.

S&P (2002). Brazil (Federative Republic of). S&P, 27 de agosto.

S&P (2014). Análise complementar – República Federativa do Brasil. S&P, 31 de julho.

S&P (2016). Como o impeachment da presidente do Brasil afeta seus ratings soberanos. S&P, 13 de maio.

The Economist (2009). Brazil takes off. Disponível em: https://www.economist.com/leaders/2009/11/12/brazil-takes-off

The Economist (2021). President Jair Bolsonaro is bad for Brazil's economy. Disponível em: https://www.economist.com/the-americas/2021/11/13/president-jair-bolsonaro-is-bad-for-brazils-economy

Vaaler, P. M.; Schrage, B. N.; Block, S. A. (2006). Elections, Opportunism, Partisanship and Sovereign Ratings in Developing Countries. Review of Development Economics.

CRÍTICA DE CINEMA

TODOS OS CAMINHOS QUE LEVAM À ROMA - UMA ANÁLISE DO FILME DE ALFONSO CUARÓN

Paulo Gonzaga M. de Carvalho
Pesquisador do Finde/UFF

ÍNDICE

Há uma cena no filme Roma do diretor mexicano Alfonso Cuarón, que resume o filme. Cleo (Yalitza Aparicio), empregada doméstica, chega num hospital superlotado, após enfrentar um grande congestionamento de trânsito, acompanhada de Teresa (Verónica García) mãe de sua patroa (Sofia). Cleo sente muita dor, está em trabalho de parto. A atendente faz uma série de perguntas sobre Cleo para Teresa. Qual seu nome completo? Qual o seu nome do meio? Que idade tem? Qual sua data de nascimento? Qual sua relação com a paciente? Teresa só sabe responder à primeira e à última pergunta. Cleo trabalha há anos com o casal Sofia e Fernando, cuidando da casa e de seus quatro filhos. É uma figura chave nessa família, e Teresa sequer sabe sua idade ou seu nome do meio, que é sobrenome mais importante nos países latinos de língua espanhola. Ela é importante, mas invisível, tratada como uma mera serviçal, não como uma pessoa.

O diretor Alfonso Cuarón declarou reiteradas vezes que o filme é baseado na sua infância.[1] A personagem de Cleo foi baseada numa empregada de sua família. O roteiro do filme foi construído com elementos provenientes de extensas entrevistas com ela. O principal objetivo do filme foi tornar visível essa pessoa tão importante para ele, e ao mesmo tempo tão desconhecida. O filme foi feito como uma homenagem a ela, e às demais domésticas, e não aos seus pais, que é o mais comum no cinema. Um segundo objetivo era rever sua infância e família e o contexto social e político do México no início dos anos 1970, num acerto de contas com seu passado. Esses são os caminhos de Cuarón. Esse é um projeto tão pessoal para o diretor que ele optou por controlar quase todas as etapas da produção do filme, o que é muito raro de ocorrer no cinema. Além de dirigir e, pela primeira vez, fotografar, escreveu o roteiro, editou (com Adam Gough) e foi um dos produtores.

Os caminhos de Cleo são conhecidos, e nem precisariam ser todos explicitados no filme. Descendente dos povos nativos, teve certamente infância pobre no meio rural, onde seus pais ainda vivem[2]. Sua primeira língua foi o mixtec, um dialeto indígena com o qual se sente mais à vontade de que com o espanhol e o utiliza quando conversa com sua irmã. Migra para a cidade, onde, devido à sua baixa qualificação, só pode trabalhar como doméstica. Talvez tenha sido sua irmã, que trabalha com a mesma família, e que parece ser mais velha, que a tenha chamado. Cleo mora na casa dos patrões num pequeno apartamento com sua irmã, no topo da casa de dois andares. Sua jornada é de segunda a domingo e tem que estar disponível 24 horas por dia. Nem se fala em legislação trabalhista, a qual não devia existir para esse tipo de emprego. Para ter assistência médica precisa contar com os contatos da patroa. Com pouco conhecimento de métodos anticonceptivos facilmente engravida do namorado Ramon (José Manuel Guerrero Mendoza), que a abandona, ou melhor foge, no mesmo momento que sabe dessa notícia. Nem se lembra de pegar sua jaqueta que deixou com Cleo. Seu namorado e sua irmã parecem ser seus únicos amigos.

Roma é um filme sensível, contundente, bonito, com uma direção de arte impecável, grandes atores...

A cena em que comunica à patroa que está grávida é das mais fortes do filme, pois fica visível sua vergonha e constrangimento e também o medo de perder o emprego. Como será a vida dela como mãe solteira sem ocupação e sem o apoio dos pais que moram longe? A possibilidade de fazer um aborto nem é aventada, possivelmente pelo estigma moral que isso representa. Até aqui Cleo percorreu os caminhos da pobreza, da migração, da exploração no trabalho, da falta de instrução, do machismo, dos serviços de saúde restritos a poucos.

Apesar de dedicada ao trabalho, carinhosa e amorosa com as crianças, seu destino infeliz parece já estar traçado. Mas para sua surpresa, a patroa aceita sua gravidez e inclusive, com seus contatos, consegue atendimento médico para ela num grande hospital, onde mais adiante ela fará o parto de seu bebê natimorto. Essa aceitação da gravidez sugere que essa situação é muito comum no México e também mostra sua importância na família.

Essa família de classe (no mínimo) média alta, que mora numa casa de dois andares, com 3 empregados, 2 carros é constituída de pai, mãe (ambos trabalham) e avó. Os pais trabalham, Antonio (Fernando Grediaga) é um médico de prestígio e Marina é professora. Não faltam recursos materiais. Possuem um carro tão grande, que mal cabe na garagem da casa, refletindo o consumismo presente. O que falta é amor entre o casal e desses com os filhos. O pai, logo no início do filme parte para uma viagem ao Canadá, para realizar uma pesquisa e, simplesmente não volta mais para a casa. A esposa pressente o abandono e a despedida é dolorosa. Cuarón admitiu depois que essa foi a cena que mais teve dificuldade de filmar, dada a carga emocional envolvida. Como o namorado de Cleo, Antonio simplesmente mente e some, sem despedidas. Não revê mais os filhos, a não ser um dia, por acaso, na rua. Os dois principais personagens masculinos do filme (Antônio e Ramon) são extremamente machistas,

[1] A Netflix lançou um documentário sobre o filme Roma – "Camino a Roma" - que é muito importante para o entendimento da proposta do diretor e também mostra em detalhes como filme foi filmado, com destaque para a impecável direção de arte que reproduziu várias ruas da Cidade do México e a casa onde morava o diretor. Filme está disponível para assinantes em https://www.netflix.com/title/81085934

[2] Uma das contradições do México é que os camponeses, descendentes dos povos nativos, tiveram atuação decisiva na Revolução Mexicana (1910-1920) com isso conquistaram a reforma agrária. Apesar disso, a pobreza no campo continua muito presente até os dias de hoje.

egoístas e sem caráter. O filme dá a entender que esse tipo de comportamento era muito comum no México.

Já Marina é uma mãe pouco presente, que delega tudo para Cleo, de uma forma pouco responsável. Numa cena emocionante no final do filme, Cleo fica com a tarefa de cuidar dos filhos que estão numa praia. Eles quase se afogam, e são salvos por Cleo, que mesmo não sabendo nadar, é impelida a entrar na água movida pelo seu "amor de mãe". É Cleo que acorda e coloca os filhos do casal para dormir contando estórias. Esse momento tão íntimo não conta com a participação da mãe.

Os desníveis sociais são mostrados de forma evidente quando Cleo vai à periferia à procura do namorado. Lá as condições de moradia são compatíveis com as piores favelas brasileiras, com suas casas de madeira, lama, esgoto e lixo. Mas isso já conhecemos, o que é novidade, para quem é brasileiro, é a presença nesses locais das milícias armadas, treinadas e mantidas com o apoio do governo. Se intitulam "Los Halcones", os falcões. No Brasil existem milícias, mas essas são da "iniciativa privada" e não patrocinadas pelo Estado (e pela CIA) como era no México. O triste é que Ramon foi salvo da total marginalidade pela milícia, que lhe deu autoestima e uma direção, mesmo que equivocada, na vida. Seria o equivalente no Brasil aos jovens sem perspectivas que entram para o tráfico.

Já os desníveis políticos são explicitados na repressão muito violenta, pela milícia, à passeata dos estudantes. O episódio, ocorrido em 1971, ficou conhecido como "O Massacre de Corpus Christi" ou "El Halconazo" – numa alusão à atuação dos "Los Halcones". Houve um episódio similar em 1968 – o massacre de Tlatelolco – mas naquela época os tiros vieram de tropas do exército e a situação foi muito pior. Agora (1971) o trabalho sujo foi delegado à milícia numa tentativa de escamotear a participação do governo.[3] Se estima que foram assassinadas cerca de 120 pessoas em 1971 e entre 300 e 400 em 1968. Em ambos eventos foram utilizados franco-atiradores, o que contribuiu para o aumento do número de mortos. Tudo isso só foi possível pelo fato do México, desde a sua revolução (1910-1920), estar vivendo numa ditadura disfarçada comandada pelo PRI – Partido Revolucionário Institucional[4]. Ramon participa desse evento e por pouco não mata Cleo, cujo (compreensível) nervosismo provoca o rompimento da bolsa d'água, levando a uma precipitada ida ao hospital, relatada no início desse artigo.

Roma é um filme sensível, contundente, bonito, com uma direção de arte impecável, grandes atores etc., mas, também é uma película muito arriscada do ponto de vista comercial. É um filme de época, portanto caro. Ao mesmo tempo é preto e branco e falado em espanhol e mixtec. Sua principal personagem é uma empregada doméstica, bela na sua simplicidade e simpatia, mas sem nenhum glamour. Os atores são desconhecidos. A atriz principal - Yalitza Aparicio que interpreta Cleo - é uma professora do ensino básico que nunca tinha feito um filme. O diretor tem nome, mas não a ponto de isso se reverter automaticamente em ganhos de bilheteria, como é o caso de Tarantino e Spielberg.

O filme correu riscos pela forma distanciada, fotografia em preto e branco e "desdramatizada" que optou por utilizar. Por conta disso o ritmo do

[3] O curto documentário, de 4 minutos, "ROMA y El Halconazo" - UNAM Global disponível em https://www.youtube.com/watch?v=BbuQJkPnZdc dá uma boa contextualização do "El Halconazo" fazendo referências ao filme Roma. Essa passeata trágica muito contribuiu para a radicalização da esquerda mexicana e, portanto, para o crescimento dos grupos que optaram pela luta armada. Processo similar ocorreu com o IRA, na Irlanda do Norte, que saiu fortalecido depois do massacre do "Domingo Sangrento" em 1972. O conjunto U2, anos depois, fez uma música sobre esse evento intitulada "Sunday Bloody Sunday".

[4] O PRI só foi afastado do poder em 2000 com a eleição de Vicente Fox do partido de oposição Partido da Ação Nacional (PAN).

filme muitas vezes é lento, como na cena de abertura onde se limpa a garagem. Algumas cenas, que poderiam ser melhor exploradas, mal se vê de tão curtas e distantes que ficam do primeiro plano, como a do lançamento do homem-bala e do casamento. Um bom exemplo dessa abordagem é a sequência da passeata, que, fora uma breve cena ou outra, é filmada à distância. Um cineasta como Costa-Gravas, por exemplo, teria filmado a cores e mostrado de perto em detalhes e com mais tempo, a agressão sofrida pelos estudantes, o sangue – que perde impacto no preto e branco - e os assassinatos. Outro exemplo, foi o parto de Cleo, onde não há cortes ou closes seja dela ou dos médicos. A tentativa malsucedida de reanimar o bebê é vista só à distância. Isso poderia resultar num filme frio, mas foi isso que aconteceu. Mesmo assim o drama está presente e comove o expectador. Basta ver o choro de Cleo ao abraçar seu filho natimorto e o grito desesperado da estudante ao lado do colega assassinado.[5] Essa última cena – vide imagem a seguir - foi possivelmente inspirada numa foto, premiada com o Pulitzer, que retrata as consequências dos tiroteios ocorridos na Universidade de Kent nos EUA em 1970.[6]

Com altos custos e sem forte apelo comercial, seu futuro seria as salas de "filmes de arte" na esperança de conseguir algum retorno financeiro. Mas ocorre o impensável, a Netflix entra como distribuidora internacional, pois está agora procurando, como seus concorrentes, investir em filmes de prestígio para obter maior visibilidade na mídia. Para Cuarón isso é uma faca de dois gumes. Se por um lado, garante que o filme não terá prejuízo e será exibido para um público enorme, muitas vezes maior do que seria possível no circuito comercial "de arte". Por outro lado, ele só será visto numa tela pequena, onde sua beleza e nuances não serão devidamente apreciados. Além disso o streaming era – e em alguma medida ainda é - malvisto em algumas áreas. Para o Oscar só eram aceitos filmes exibidos primeiro no cinema. Em Cannes era, e é, mais exigente ainda. O filme tem que fazer carreira no cinema e não ir imediatamente para o streaming. Foi arriscado, mas Cuarón ganhou a aposta. Roma teve dez indicações ao Oscar, ganhando melhor filme estrangeiro, melhor fotografia (trabalho do próprio Cuarón) e melhor

[5] Essa cena é reproduzida no final do documentário ROMA y El Halconazo citado em nota anterior.

[6]Em maio de 1970 ocorreu uma passeata na Universidade de Kent em Ohio, EUA, em protesto contra a decisão de Nixon de invadir o Camboja, expandido assim a guerra do Vietnã para os países vizinhos. A repressão pela guarda nacional foi violenta e a consequência foi que quatro estudantes desarmados foram mortos e outros nove feridos. A foto citada no texto pode ser acessada em https://en.wikipedia.org/wiki/Kent_State_shootings#/media/File:Kent_State_massacre.jpg . Esse massacre inspirou a dramática canção "Ohio" de Neil Young gravada pelo grupo Crosby, Stills, Nash & Young, que pode ser ouvida, acompanhada de fotos da época, em https://www.youtube.com/watch?v=JCS-g3HwXdc

diretor.

O sucesso de Cuarón reflete as mudanças que estão ocorrendo tanto na Academia de Artes e Ciências Cinematográficas como no mercado de cinema. A Academia, em função de reformas recentes, está cada vez mais aberta para filmes de países de língua não inglesa. Um exemplo disso foi premiação como melhor filme em 2020 de O Parasita, que é da Coreia do Sul. Outra tendência é o avanço dos serviços de streaming que crescentemente apoiam filmes "independentes" ou "de arte" como estratégia de marketing, na expectativa de ganhar prêmios e com isso maior visibilidade. A maioria dos filmes indicados para melhor ator e melhor atriz em 2021, eram de serviços de streaming, bem como três dos oito indicados a melhor filme. A Netflix, ao contrário da Amazon, por exemplo, tem uma política de exclusividade. Isso significa que para se assistir ao filme Roma, só assinando o serviço de streaming ou comprando o DVD/Blue Ray. [7]

Alfonso Cuarón iniciou sua carreira de diretor no México com uma comédia de grande sucesso chamada "Sólo con tu pareja". Esse filme lhe abriu as portas do mercado americano onde trabalhou para grandes produtoras (Warner Bros., 20th Century Fox, Universal Pictures) em filmes de apelo comercial com destaque para Harry Potter e o prisioneiro de Azkaban e Gravidade, pelo qual recebeu seu primeiro Oscar como diretor. Seu único filme mais pessoal, antes de Roma, foi o road movie "Y tu mamá también" filmado no México e que também têm elementos autobiográficos. Sua carreira foi similar aos seus conterrâneos Alejandro Gonzalez Inarritu e Guillermo del Toro, que também emigraram para os EUA onde fizeram uma carreira bem-sucedida de público e crítica. Todos ganharam o Oscar de melhor diretor. Esse trio – Cuaron, Inarritu e del Toro – são designados pela crítica americana como "Los Três Amigos", numa alusão ao desenho da Disney passado no México. A título de comparação, nenhum diretor brasileiro ganhou Oscar. O que chegou mais perto foi Hector Babenco, que foi indicado em 1986 pelo filme "O Beijo da Mulher Aranha". O ator americano William Hurt conquistou o prêmio de melhor ator por essa película.

Como estaria Cleo hoje se vivesse na Cidade do México? Podemos especular a respeito. Acreditamos que ela teria maior escolaridade, o que não impediria uma eventual gravidez indesejada. Seu namorado não seria um miliciano, mas poderia ser alguém ligado ao tráfico de drogas. Com certeza estaria novamente sofrendo com o machismo. Continuaria como doméstica, mas como diarista. Estaria melhor de vida em termos materiais? Depende de seu salário versos despesas como aluguel, transporte, alimentação etc. Possivelmente não trabalharia nos fins de semana, o que seria bom. Mas é provável que continuasse tão ou mais invisível. Ela não seria uma figura chave numa família e não contaria com as vantagens do paternalismo inerente a essa situação. Dificilmente sua presença seria marcante ao ponto de alguma criança, quando virasse diretor de cinema, fizesse um filme sobre ela.

Ficha técnica

Roma

Dirigido, escrito e fotografado por Alfonso Cuarón

Editado por Alfonso Cuarón e Adam Gough

Produzido por Gabriela Rodríguez, Alfonso Cuarón e Nicolás Celis

Estrelado por Yalitza Aparicio e Marina de Tavira

[7] Recentemente foi anunciado que "Madres Paralelas", o último filme de Pedro Almodóvar, forte candidato ao Oscar de melhor filme internacional, será distribuído na América Latina exclusivamente pela Netflix. Isso é mais uma evidência de que os amantes de cinema, cada vez mais, devem ficar em casa e assistir seus filmes pelo streaming. A mudança de hábitos provocado pela pandemia só reforçou essa tendência. Young, que pode ser ouvida, acompanhada de fotos da época, em https://www.youtube.com/watch?v=JCS-g3HwXdc

BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.2, n.3, set/dez 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.

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

Adriano Vilela Sampaio	adrianovs@id.uff.br
Andrea Gama	andreagama@id.uff.br
Carmem Feijó	cbfeijo@gmail.com
Dalton Boechat Filho	daltonboechat@gmail.com
Daniel Henriques	danielhenriques1987@gmail.com
Eduardo Mantoan	eduardo.mantoan@hotmail.com
Elena Soihet	elenasoihet@gmail.com
Eliane Araújo	elianedearaujo@gmail.com
Elisangela Araújo	elisangela15.araujo@gmail.com
Fernando Freitas	fernando.jgomes.freitas@gmail.com
Jéssica Maldonado	
Júlia Leal	juliaa.leal@hotmail.com
Leandro Monteiro	leandroalmeida@gmail.com
Linnit Pessoa	linnitpessoa@gmail.com
Luciano Luiz M. D'Agostini	lucianodagostini@yahoo.com.br
Luiz Macahyba	luizmacahyba@pped.ie.ufrj.br
Maria Isabel Busato	maria.busato@ie.ufrj.br
Maurício A. Weiss	mauricio.aw@gmail.com
Norberto Montani Martins	norberto.montani@gmail.com
Paula Marina Sarno	pmsarno@gmail.com
Paulo Gonzaga M. Carvalho	pgmcarvalho@openlink.com.br
Pedro Lange N. Machado	pedrolangenm@gmail.com
Samuel Costa Peres	*scperes2@uem.br*
Stefan W. D'Amaro	
Talita Cardoso Ferreira	

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

MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: findeuff@gmail.com
Site: www.finde.uff.br
Facebook: findeuff
Instagram: findeuff
Twitter: findeuff
Youtube: /Financeirização Desenvolvimento

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