

A ECONOMIA BRASILEIRA E OS ARRANJOS GEOPOLÍTICOS



AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano V. Sampaio - Carmem Feijó - Daniel Consul de Antoni

Fernando Amorim Teixeira - Julia M. Braga - Júlia Leal

Marcos C. B. Tigre - Paula Sarno - Paulo G. M. Carvalho

Thiago Antonioli - Vinicius Brandão

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



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

BOLETIM FINDE: v.3, n.3, 2022

A ECONOMIA BRASILEIRA E OS ARRANJOS GEOPOLÍTICOS

www.finde.uff.br

Apresentação	1
Carmem Feijo e Adriano Vilela Sampaio	
Política macroeconômica, desenvolvimento local e <i>Job Guarantee</i>: uma análise inter-relacionada	2
Vinicius Brandão e Carmem Feijó	
Impactos das assimetrias macroeconômica e monetária para o <i>policy space</i>: os casos de Brasil e China	10
Júlia Leal	
A necessidade de construção de um novo arcabouço institucional voltado ao financiamento a infraestrutura no Brasil	17
Fernando Amorim Teixeira	
Aumento da vulnerabilidade das famílias e o ciclo do crédito ao consumo no Brasil: 2005-2022	24
Paula Marina Sarno e Carmem Feijó	
Políticas de Crédito adotadas pelo Brasil nas crises de 2008 e 2020: uma comparação	37
Thiago Antonioli	
O choque Putin e a elevação do prêmio de risco-país brasileiro	47
Julia Braga e Daniel Consul de Antoni	
Economias emergentes e em desenvolvimento e as medidas de gestão de fluxos de capitais	52
Marcos Constant Bastos Tigre e Adriano Vilela Sampaio	
“Onde eu Moro” – um documentário sobre a população em situação de rua	62
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 2022 segue apresentando um cenário desafiador. No plano internacional, EUA e Europa se veem sob ameaça de estagflação, reforçada, na Europa, pelo risco de uma crise energética. O conflito Rússia-Ucrânia continua e tensões se acirram entre China, Taiwan e EUA. O calor extremo e seca na China e enchentes devastadoras no Paquistão nos alertam, mais uma vez, para a urgência da questão climática. No Brasil, estamos próximos das eleições, possivelmente a mais importante desde a redemocratização, em que a própria democracia pode estar em jogo. Desonerações fiscais eleitoreiras, inflação penalizando os segmentos de menor renda e um mercado de trabalho que se mostra cada vez mais precarizado mostram que os problemas econômicos tampouco são triviais.

Neste oitavo boletim do Finde, questões brasileiras de grande relevância são tratadas em artigos sobre a possibilidade de um programa de garantia de emprego (*job guarantee*), algo cujos obstáculos são mais políticos que econômicos; a necessidade de um novo arcabouço para o

financiamento do investimento; e o preocupante aumento endividamentos das famílias.

Ainda estamos sofrendo os impactos econômicos da crise da pandemia e o quarto artigo do boletim traz uma comparação da resposta a ela e à crise de 2008.

Questões relacionadas à integração financeira de economias periféricas ou emergentes são o fio condutor dos três artigos seguintes. Um trata da dinâmica recente do rico-país brasileiro e o debate sobre seus determinantes. Outro faz uma comparação de como as diferentes estratégias de inserção internacional e as arquiteturas domésticas condicionam o *policy space* de Brasil e China. E a análise de instrumentos de gestão de fluxos de capitais é tema do 6º artigo.

O texto final do boletim aborda uma questão bastante delicada, de pessoas em situação de rua, a partir do filme “Onde eu moro”.

Boa leitura!



POLÍTICA MACROECONÔMICA, DESENVOLVIMENTO LOCAL E *JOB GUARANTEE*: UMA ANÁLISE INTER-RELACIONADA

Vinicius Brandão

Professor substituto da Faculdade de Economia da UFF e pesquisador do FINDE-UFF

Carmem Feijó

Professora da Faculdade de Economia da UFF, Coordenadora do FINDE-UFF e pesquisadora CNPq

ÍNDICE

O período entre o final da II Guerra Mundial e o fim do Acordo de Bretton Woods foi conhecido na literatura como a Era de Ouro do Capitalismo ou era Keynesiana, referindo-se a políticas econômicas inspiradas nos escritos de J.M. Keynes (1936). Assim, a partir dos anos 1970, a par da ascensão do neoliberalismo, foram adotadas gradualmente políticas econômicas como abertura financeira e exclusão de barreiras comerciais em todo o mundo. Por conseguinte, as ideias keynesianas foram abandonadas, o que significou abandonar o pleno emprego e a demanda agregada sustentada como alvo das políticas econômicas e trocadas pela consolidação fiscal e pelo controle da inflação.

Neste contexto de ascensão do neoliberalismo, a busca do pleno emprego e as estratégias de desenvolvimento centradas na criação de empregos foram deixadas para trás. O aumento da deterioração das condições do mercado de trabalho e a perda de dinamismo da procura agregada contribuem para a emergência do debate sobre políticas econômicas que criam postos de trabalho diretos e aumentam a qualidade do emprego. Uma das principais propostas neste sentido é o Programa *Job Guarantee* (JG) inspirado nas ideias de Hyman Minsky (1986) e seguido por autores contemporâneos que prosseguiram as discussões sobre este tema.

As alternativas para a criação de emprego e indução do mercado de trabalho provêm de medidas específicas, mas parte crucial desse tema

está relacionado com modelo de desenvolvimento adotado. Portanto, para avançar no debate acerca de um modelo de desenvolvimento que insira o pleno emprego em seu núcleo principal é essencial analisar tanto medidas de planejamento central e atuação a nível nacional quanto propostas a nível local para operar e implementar este tipo de política econômica. As propostas a nível nacional e local não devem ser analisadas separadamente, mas sim em conjunto.

Planejamento central e Instituições Nacionais de Desenvolvimento: a proposta de Nuti

O plano de desenvolvimento econômico é a chave essencial para orientar a política econômica a fim de perseguir o pleno emprego de forma sustentada. Nesse sentido, esse artigo utilizará como alicerce os escritos do professor italiano Domenico Mario Nuti . Acerca das suas propostas, Mario Nuti (1985) escreveu sobre a necessidade de os governos criarem instituições responsáveis por implementar medidas para enfrentar o desemprego, baixo crescimento econômico e déficits nas contas externas. A lógica desta proposta é especificar um compromisso como um determinado nível de emprego, por exemplo. Neste sentido, esta política econômica teria um horizonte temporal maior, de forma a não depender exclusivamente do governo vigente.



O autor afirma ainda que deveriam ser criadas três novas instituições para estas medidas: *National Employment Corporation*, *National Investment Corporation*, e a *International Trade Corporation*. Elas não funcionariam como Ministérios mas sim com uma estrutura de instituição independente no orçamento nacional, como um Banco Nacional de Desenvolvimento ou o Banco Central. Além disso, as operações dessas novas instituições teriam como uma das suas metas não incorrer em prejuízos financeiros.

De acordo com a proposta de Mario Nuti, o foco da Corporação Nacional de Emprego deve ser o de contratar trabalhadores (trabalhadores desempregados) e alocá-los em empresas que necessitam dos seus serviços mediante compensação financeira dessas empresas; se não houver procura destes trabalhadores, estes têm de ser alocados sem custos às Autoridades Locais. A Corporação Nacional de Investimento, por sua vez, teria como objetivo expandir a capacidade de produção do país. Neste sentido, podem construir novas unidades de produção e vendê-las ou alugá-las ao setor privado para compensar o seu investimento. Para além disso, esta instituição também teria como atribuição a execução de investimentos em infraestrutura públicas.

A *International Trade Corporation* atuaria como intermediário para introduzir contratos a longo prazo com empresas locais e estrangeiras para importações e exportações. Esta instituição funcionaria para controlar a balança comercial e mitigar, especialmente, as crises cambiais e controlar eventuais déficits nas contas externas. A propósito, o desempenho desta instituição deve ser julgado pelos seus lucros ou perdas e exportações líquidas. Para além disso, essa instituição não teria o monopólio do comércio internacional, mas sim a capacidade de intervir para um melhor resultado nas contas externas.

Para além de instituições específicas responsáveis

pela aplicabilidade de um plano de desenvolvimento, algumas instituições já são utilizadas em muitos países, como os Bancos Nacionais de Desenvolvimento. Este tipo de banco, em geral, é responsável pela concessão de crédito direcionado à atividades que contribuam para o desenvolvimento econômico do país. A concepção do funcionamento destes bancos pode mudar de localidade para localidade, mas eles desempenham um papel essencial no financiamento de investimentos estruturais que exigem um esforço financeiro mais extenso, mas também é utilizado para apoiar as médias e pequenas empresas, que possuem dificuldades de acesso ao mercado de crédito privado.

Essa estratégia de desenvolvimento centrada no Governo Central e empresas nacionais possui uma base keynesiana de argumentação, especialmente no tocante à socialização do investimento. É importante notar que a estratégia de desenvolvimento desenhada não visa fazer com que as empresas públicas criadas sejam competidores do setor privado, mas sim que atuem de forma a complementar o investimento privado, a fim de elevar a demanda agregada e consequentemente atuar na geração de empregos.

Estratégias de desenvolvimento local

Modelos de desenvolvimento baseados em economias locais são alternativas para enfrentar o desemprego e construir novas estruturas de produção centradas nas pessoas e na comunidade. Existem experiências bem sucedidas com estratégias baseadas na comunidade em diferentes países como China, Brasil, Itália e Espanha. Além disso, é possível ver diferentes abordagens mas cujo objetivo central é a mobilização de capital destinado a gerar capacidade produtiva e consequentemente postos de trabalho dentro dessas localidades, de forma, a garantir a geração de postos de trabalho e renda para os habitantes da comunidade.



É importante notar que experiências de desenvolvimento local podem ter diferentes formatações, desde estratégias de desenvolvimento voltado para as localidades mas totalmente organizada e executada pelo Governo Central, como é o caso de desenvolvimento da China. Ao passo que há também casos de sucesso, nos quais uma cooperativa que passou a gerar encadeamentos positivos para a comunidade e essa entrou em um ciclo de desenvolvimento a partir do sucesso de um ente privado.

Township and Village Enterprises (TVEs), China

Parte do sucesso econômico da China pode ser explicado pelas estratégias de desenvolvimento local que datam do final dos anos 1970. A China estabeleceu as chamadas *Township and Village Enterprises (TVEs)*. As TVEs eram empresas estatais locais que tinham como objetivo prover aos governos locais a possibilidade e a liberdade para criação e operacionalização do seu setor industrial, com objetivo de elevar a produtividade da economia local, reduzir o desemprego e, conseqüentemente, reduzir os custos de produção, além de gerar oportunidades para o setor de exportação (BATEMAN, 2017).

Entre os investimentos realizados pelas TVEs estavam unidades incubadoras, parques empresariais, escolas técnicas, e fundos de desenvolvimento. Os projetos de incubadoras, especificamente, desempenharam o papel de financiar e promover pesquisas através de entidades subnacionais chinesas (BATEMAN, 2017). Os projetos de pesquisa promovidos pelas incubadoras centraram-se nas atividades inerentes a cada localidade, de forma que as empresas locais poderiam alcançar uma vantagem comparativa local.

Mondragón País Basco, Espanha

O *Mondragon Cooperative Complex (MCC)*, no País

Basco na Espanha, surgiu nas décadas de 1940 e 1950 no pós-II Guerra Mundial. Para além dos efeitos da Guerra Mundial, o País Basco ainda sofria os efeitos da Guerra Civil da Espanha ocorrida na década de 1930. Por conseguinte, essa região da Espanha enfrentava nessa época um elevado nível de pobreza e desemprego. Dessa forma, a criação desse complexo cooperativo visava criar empregos e impulsionar a economia local frente a um cenário econômico e social adverso. Para alavancar este projeto, duas cooperativas foram essenciais para o sucesso do MCC, as quais foram, *Caja Laboral Popular* (Banco Popular dos Trabalhadores) e *División Empresarial* (Divisão Empresarial) (BATEMAN, 2017). Estas duas cooperativas principais operam duas chaves do modelo de desenvolvimento, as quais são: financiamento e apoio técnico para as novas cooperativas.

Especificamente, acerca dos investimentos feitos pelas cooperativas, havia um compromisso com a inovação tecnológica nas cooperativas. Assim, houve também uma preocupação com a formação técnica e educacional a todos os níveis para estimular a inovação. Desta forma, existiam escolas técnicas, incubadoras de inovação e centros de pesquisa destinados à população local (BATEMAN et al, 2006). O Mondragon funcionava como um plano de desenvolvimento organizado e não como um plano esporádico ou com medidas isoladas, o apoio financeiro e técnico foi o início do modelo, mas há também uma continuidade para a manutenção e aumento do projeto.

A experiência na região da Emilia-Romagna na Itália

Além do MCC, outra experiência de sucesso em desenvolvimento local ocorreu na região da Emilia-Romagna no norte da Itália. Essa experiência começou no pós-II Guerra Mundial, quando os partidos comunistas e socialistas tinham a maioria do governo na Emilia-Romagna



e também nas cidades da região. A estratégia de desenvolvimento da Emilia-Romagna tinha o "Servizi Reali" (serviços reais) como uma das instituições mais importantes. Servizi Reali era uma agência de desenvolvimento local responsável pela promoção de empresas e estruturas empresariais (BATEMAN, 2017).

Os investimentos em progresso técnico e na formação de capital, além do papel ativo da comunidade, são pontos fundamentais para explicar o sucesso do modelo Emilia-Romagna. Bateman (2017) escreve que as instituições financeiras comunitárias foram decisivas para este desenvolvimento, especialmente porque geram uma atmosfera de confiança e reciprocidade na comunidade. Assim, o redirecionamento dos excedentes da agricultura para melhorar o setor industrial foi possível a partir da confiança da comunidade de que estes investimentos iriam colaborar com a criação de empregos e a melhoria do desenvolvimento social e econômico na Emilia-Romagna.

APLs e o modelo de cooperativas

Os arranjos produtivos locais (APLs) são aglomerações de empresas que possuem a mesma especialização produtiva e se aglutinam em uma mesma região. Dentro de uma classificação de APLs de sucesso, há o caso brasileiro de Juazeiro (BA) e Petrolina (PE) no sertão nordestino. Esse caso se difere da maior parte dos APLs brasileiros visto que o ponto de partida do polo frutífero que se instalou na região não foi a partir da instalação de pequenos produtores privados e sim a partir de um investimento público em infraestrutura.

Coelho (2008) aponta que a implantação dos sistemas públicos de irrigação começou em 1974 com a criação da Companhia de Desenvolvimento do Vale do Rio São Francisco

(CODEVASF), bem como da alocação de investimentos que foram parte do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Os efeitos desses investimentos puderam ser visualizados nas décadas seguintes, Correia et al (2001) apontam que durante a década de 1990 o PIB per capita de Petrolina (PE) havia dobrado. Os autores ainda apontam que a disparidade do desenvolvimento econômico da sub-região na qual estão Petrolina e Juazeiro para outras sub-regiões dentro do Nordeste brasileiro gerou um aumento populacional da região, visto que essas cidades se tornaram atrativas para populações de regiões menos desenvolvidas, bem como populações que sofriam de forma constante com a estiagem.

A partir dos investimentos em sistemas de irrigação e conseqüente desenvolvimento de um polo fruticultor, há um aumento da demanda por serviços e investimentos que operam como suporte para a atividade principal da região. Nesse contexto, houveram importantes investimentos durante as décadas de 1970 e 1980, especialmente em infraestrutura como rede elétrica e estradas, além da irrigação (COELHO, 2008). Para além dos investimentos, o sucesso da região atraiu novos produtores e uma preocupação maior com o progresso tecnológico da região, a inserção de grandes empresas teve como um dos fatores positivos incentivar os pequenos produtores a reverem seus sistemas produtivos para não perderem espaço dentro do mercado fruticultor (Ibid).

Job Guarantee e a inter-relação com outras políticas localizadas de emprego

O Programa Job Guarantee (JG) é uma proposta de política econômica idealizada por Hyman Minsky. O JG é um programa que procura extinguir o desemprego involuntário e criar um fundo reserva de trabalhadores financiado pelo



Governo Federal que empregará todos os trabalhadores capazes de trabalhar. Este fundo de reserva funcionaria como uma fonte de trabalhadores onde tanto o setor privado como o público podem contratar trabalhadores quando deles necessitarem. Além de extinguir o desemprego involuntário, esta proposta procura minimizar os efeitos da redução da demanda agregada que as crises e conseqüentemente o desemprego geram.

A proposta de política de sustentação da demanda agregada e emprego a partir do JG foi seguida e aprofundada por outros pesquisadores, sobretudo a partir dos anos 1990, como Randall Wray (2000), Pavlina Tcherneva (2017), e outros. Tcherneva e Wray (2005) resumiram as principais características da proposta JG como (i) JG deve fornecer empregos para uma demanda de trabalho infinita e elástica; (ii) o salário será num valor fixo e mínimo suficiente para a manutenção do padrão mínimo de qualidade de vida; (iii) os empregos não serão fixos, desta forma o setor privado pode absorver os trabalhadores do Programa JG e não no exército industrial de reserva; (iv) JG busca também preparar os trabalhadores para o mercado de trabalho; por conseguinte, estes têm de ser alocados em funções que lhes permitam utilizar as competências em empregos futuros; (v) os empregos gerados pelo Programa JG devem ser úteis para a comunidade; (vi) o Estado deve financiar o Programa JG.

A coordenação entre um plano nacional de desenvolvimento e o foco no pleno emprego é ainda mais latente para os países em desenvolvimento, visto que para além de questões como o desemprego per se e precariedade nas relações de trabalho, é importante também analisar a questão das lacunas para alavancar o desenvolvimento. A mobilização de capital a fim de gerar empregos deve ser realizada em

consonância com o aumento dos postos de trabalho com maior nível de produtividade, incentivo ao progresso tecnológico, além de suprir lacunas na infraestrutura, fatores esses que tendem a ser um problema recorrente em países em desenvolvimento. Para países de dimensões continentais, como o caso do Brasil, por exemplo, a coordenação em conjunto com entidades locais se faz ainda mais necessária, de forma, a tornar a mobilização de capital mais eficiente a fim de preencher problemas específicos de cada região.

Um plano econômico que se baseia nas instituições nacionais principalmente para financiar investimentos, novos projetos, e gerar empregos, está sob a ideia principal do JG. Mario Nuti (1985) salientou que as instituições nacionais serão responsáveis pela atribuição da expansão fiscal e conseqüentemente aumentar os investimentos e gerar postos de trabalho. Um dos pontos do JG é criar empregos que gerem benefícios diretos para as comunidades, ou seja, respondam às demandas locais, além do investimento na qualificação profissional para incrementar as competências dos trabalhadores; desta forma, as instituições nacionais podem trabalhar nessa direção para alocar os trabalhadores em empregos que preencham as lacunas de prestação de serviços ou infraestruturas da sociedade. Além disso, incluído nas propostas de Mario Nuti, está uma instituição nacional que ficaria responsável por gerenciar a balança comercial do país, pois é justamente em relação ao balanço de pagamentos que recai uma das principais críticas sobre a implementação da JG nos países em desenvolvimento.

Com relação às críticas ao programa *Job Guarantee*, autores como Ramsay (2002) entendem que uma forte elevação do emprego elevaria o consumo de bens e serviços importados, o que por sua vez tenderia a pressionar o câmbio, fator que poderia



gerar uma inflação decorrente da desvalorização cambial. Com relação a essa crítica, é relevante atentar para o nível de produção da economia em questão, bem como para qual tipo de produção será mobilizado o capital dispendido pelo programa JG. Como o JG seria um programa organizado a nível nacional, os bens e serviços produzidos devem ser justamente àqueles voltados para o mercado interno, bem como atividades de caráter comunitário, voltados para abastecer as populações locais.

Apesar da crítica de Ramsay se preocupar com uma possível inflação gerada pela desvalorização cambial a partir do aumento do consumo de bens importados, o eventual aumento do consumo de bens importados tende a gerar outro efeito que é a desestruturação do setor produtivo da economia. Visto que caso haja um cenário de pleno emprego e valorização cambial haverá sim uma tendência de elevação do consumo de bens importados e, conseqüentemente, isso irá gerar um desincentivo para o setor produtivo interno. Em suma, haverá vazamento de demanda interna para o exterior.

Nesse sentido, a proposta de Mario Nuti acerca da criação de uma Instituição Nacional responsável pelo setor externo da economia é uma saída para controlar o vazamento de demanda para fora. Portanto, de forma a aperfeiçoar a proposta de Mario Nuti que trata com mais especificidade acerca da gestão do comércio exterior de bens e serviços, a Instituição Nacional responsável pelo setor externo é uma alternativa para coordenar as políticas cambial, fiscal e monetária de forma a mitigar pressões cambiais que possam gerar efeitos negativos sobre a estrutura produtiva do país.

Assim, na análise sobre o *Job Guarantee*, o governo central e as comunidades locais devem ser vistos como instâncias não antagônicas, mas como

responsáveis por políticas complementares dentro de uma estratégia de desenvolvimento. A partir do aspecto macro em direção ao micro, é crucial ter um plano de desenvolvimento estruturado por instituições nacionais responsáveis por alcançar o pleno emprego e aumentar os investimentos. Também é essencial notar que a capacidade e os instrumentos do governo central para fornecer apoio financeiro a estas políticas são expressivamente maiores do que os governos locais. Como existe um limite à capacidade dos governos locais de financiar as políticas para induzir o desenvolvimento local, ao invés de apenas alguns casos de sucesso de estratégias de desenvolvimento local, um país que adote a política de pleno emprego deve ter uma estratégia nacional que inclua as localidades; assim, o desenvolvimento das comunidades espalhar-se-á pelo país ao invés de conviver com experiências de sucesso esporádicas.

A operacionalização de um programa de JG deve focar a falta de serviços ou infraestrutura de cada comunidade. Neste sentido, o empoderamento a nível comunitário torna-se uma chave para a implementação do plano de desenvolvimento nacional. Experiências como as TVEs na China trazem conhecimento para abordar estratégias de desenvolvimento. No caso das TVEs na China, a adoção de uma política nacional que concedeu às localidades maior autonomia para operar os investimentos, contribuiu para melhorar as tecnologias em pequenas comunidades e aumentar a produtividade nas zonas rurais, além de tornar alguns setores competitivos no mercado internacional. Dessa forma, a operacionalização a nível local desempenhou um papel essencial no plano de desenvolvimento nacional. O Plano de Desenvolvimento adotado na China entre o final da década de 1970 e meados da década de 1990 se assemelha com a ideia do JG no tocante a ser um programa centralizado mas executado a nível local.



O plano de desenvolvimento nacional é também essencial nas comunidades para construir instituições âncoras como hospitais, escolas, universidades, e outras, essas instituições inclusive tendem a contribuir com a melhoria no mercado de trabalho da região. A experiência de desenvolvimento local no País Basco na Espanha, trazem à luz a importância das instituições âncoras para o desenvolvimento das comunidades. A prestação de serviços destas instituições às pessoas da comunidade melhora a sua qualidade de vida e inclui a formação técnica e educacional, ou seja, investimento em capital humano. A maioria das instituições âncora está relacionada com a prestação de serviços sociais; desta forma, para além de preencher necessidades de serviços sociais para a comunidade, estas instituições são essenciais para minimizar os impactos das crises econômicas.

Portanto, a implantação do JG, a partir das experiências elencadas neste trabalho, deve ser feita de acordo com as necessidades de cada comunidade e, conseqüentemente, operada por instituições locais e governos locais. Para além do plano nacional, a criação de empregos em comunidades pobres, per se, tem o efeito imediato de aumentar a demanda agregada da comunidade, visto que aumenta a renda disponível de uma parcela da população com maior propensão a aumentar o consumo. Portanto, mesmo nas comunidades que não necessitam de investimentos em infraestrutura, mas existe uma lacuna de serviços, a criação de empregos irá gerar efeitos positivos para além do incremento na massa de salários. Segundo Kerstenetzky (2021), expandir os serviços centrados nas necessidades sociais – que são mão de obra intensivos- significa fortalecer os países na busca por mudanças estruturais; estes serviços geram menos desigualdade menos desgaste ao meio ambiente.

A ligação entre um plano nacional e o esquema de desenvolvimento local é também essencial para diminuir as desigualdades regionais no interior dos países. O caso do desenvolvimento da China mostra um relativo sucesso na junção do crescimento econômico e na redução da desigualdade entre as regiões do país com uma estratégia nacional implementada a partir do foco no regional. As disparidades de produtividade em todo o país podem também ser reduzidas através da execução de investimentos específicos nas regiões atrasadas, para que haja aumento na produção técnica e na formação educacional da população.

Além do JG ser um programa que busca o pleno emprego e que as disparidades tendem a ser minimizadas dentro do mercado de trabalho (por exemplo, entre a remuneração de homens e mulheres nas mesmas tarefas). O JG sustenta um estoque de trabalhadores em que os setores privado e público podem buscar mão-de-obra para contratações. Neste sentido, ele suaviza o efeito das flutuações econômicas no mercado de trabalho, garante o poder de compra mínimo pela remuneração da mão de obra e evita a desvalorização da capacidade de trabalho, ao manter a mão de obra plenamente empregada. Em última instância é um programa que contribui para o crescimento da produtividade agregada e para o bem estar da população pela oferta de bens e serviços públicos.

Considerações finais

Para além de apresentar propostas de desenvolvimento a nível nacional e também apresentar diferentes experiências de desenvolvimento local, o ponto central desta nota foi apresentar a inter-relação entre a estratégia nacional de desenvolvimento e a operacionalização a nível local. Dessa forma, a proposta de Mario Nuti de criação de Instituições



Nacionais junto com banco de desenvolvimento público coordenariam as políticas econômicas a serem adotadas para suportar a implantação do Programa JG, enquanto as instituições locais coordenariam a operacionalização dos empregos a serem gerados em cada localidade. Portanto, as experiências locais de desenvolvimento contribuem também para apresentar experiências de mobilização de capital voltada para geração de postos de trabalho, manutenção da demanda agregada e, conseqüentemente, desenvolvimento econômico e social da comunidade.

A ideia principal de uma agenda voltada para o desenvolvimento econômico é que essa coloque o pleno emprego, a demanda agregada e o desenvolvimento comunitário como objetivo principal guiada por políticas econômicas ativas, o que não é uma prioridade na agenda neoliberal, voltada para a supremacia das decisões de mercado.

Bibliografia

- BATEMAN, M. 'Bringing the Local State Back into Development: The "Local Developmental State" and the Promotion of Sustainable Economic Development and Growth from the Bottom-Up'. 29th Annual Conference of the European Association for Evolutionary Political Economy (EAEPE), 2017.
- BATEMAN, M., R. MCINTYRE, e B. GIRARD. 'Promising Practices: An Integrated Cooperative Approach for Sustainable Local Economic and Social Development in the Basque Region of Spain'. UNDP Reports, 2006.
- COELHO, H. 'Agrupamento de Empresas Como Fator de Competitividade e Vetor Para o Desenvolvimento Local: Uma Análise Comparativa Entre a Fruticultura No Pólo Petrolina/Juazeiro, No Brasil e a Sexta Região, No Chile'. Tese de Doutorado, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro - UFRRJ, 2008.
- CORREIA, R., J.L.P ARAÚJO, e E. CAVALCANTI. 'A Fruticultura Como Vetor de Desenvolvimento: O Caso Dos Municípios de Petrolina (PE) e Juazeiro (BA)'. Publicações Embrapa, 2001.
- KERSTENETZKY, C.L. 'Why We Need an Allocative (and Resourceful) Welfare State?' *Brazilian Journal of Political Economy* 41, no. 4 (2021): 745–59.
- KEYNES, J.M. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Cambridge: Palgrave Macmillan, 2018 [1936].
- MARIO NUTI, D. 'Economic Planning in Market Economies: Scope, Instruments'. European University Institute WP 85 (1985).
- MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New York: McGraw-Hill, 2008.
- RAMSAY, T. 'The Jobs Guarantee: A Post Keynesian Analysis'. *Journal of Post Keynesian Economics* 25, no. 2 (2002): 273–91.
- TCHERNEVA, P. 'Unemployment: The Silent Epidemic'. Levy Economics Institute Working Paper 985 (2017).
- TCHERNEVA, P., e R. WRAY. 'Is Argentina's Job Creation Project Jefes de Hogar a True Employer of Last Resort Program?' SSRN Electronic Journal Working Paper n°43 (2005).
- WRAY, R. 'The Employer of Last Resort Approach to Full Employment'. SSRN Electronic Journal Working Paper n° 9 (2000).



IMPACTOS DAS ASSIMETRIAS MACROECONÔMICA E MONETÁRIA PARA O *POLICY SPACE*: OS CASOS DE BRASIL E CHINA

Júlia Leal

Doutoranda em Economia pela UFRJ, Bolsista CAPES e Pesquisadora do Finde/UFF

ÍNDICE

O Sistema Monetário Internacional (SMI) é moldado por três fatores: moeda-chave do sistema, regime da taxa de câmbio e grau de mobilidade de capitais; sendo os dois últimos responsáveis pelo grau de autonomia da política econômica doméstica. No caso do sistema que emergiu após o colapso de Bretton Woods, os três elementos foram: (i) dólar americano como moeda-chave, (ii) regime de câmbio flutuante e (iii) livre mobilidade de capitais. A postura dos Estados Unidos e o papel decisivo do dólar nas negociações financeiras engendraram instabilidades no SMI que emergiu após Bretton Woods. De forma complementar, a adoção de taxas de câmbio flutuantes é um resultado irrevogável do maior movimento de capitais entre os países, fatores que também contribuem para que o sistema seja assimétrico e instável.

As Economias Periféricas Emergentes (EPEs) estão inseridas de forma subordinada no atual SMI, pois suas decisões domésticas dependem das decisões das economias centrais. Além disso, emitem as moedas com menor prêmio de liquidez. O dólar americano, enquanto moeda-chave, encontra-se no topo da hierarquia monetária, que é composta pela distribuição das moedas de acordo com seu prêmio de liquidez. Nesta hierarquia, as moedas periféricas encontram-se nos níveis mais baixos devido ao seu menor prêmio de liquidez (FRITZ et al, 2018). Como resultado, seus países emissores aumentam constantemente suas taxas de juros para compensar o baixo retorno e atrair capitais externos.

Portanto, os elementos que compõem o atual SMI refletem o caráter instável e assimétrico do sistema. As EPEs estão inseridas de forma subordinada e suas moedas encontram-se nos níveis mais baixos da hierarquia, o que implica em perda de autonomia da política monetária e volatilidade cambial. De fato, o *policy space* dessas economias é afetado, pois precisam elevar constantemente suas taxas de juros para atrair capital e evitar saídas repentinas. Ademais, nessas economias, as taxas de câmbio são fortemente determinadas pelos fatores externos, com destaque para o papel dos fluxos de capital.

As EPEs enfrentam importantes assimetrias, como a macroeconômica e a monetária. A primeira caracteriza-se pelo arranjo macroeconômico adotado por cada país, com destaque para o grau de abertura financeira, regime cambial e política monetária. A segunda compreende os conceitos de hierarquia monetária e internacionalização de moedas. Isto posto, as EPEs não devem ser analisadas como um grupo homogêneo, pois existem diferentes padrões de integração financeira internacional e arquitetura macroeconômica doméstica, que irão impactar o *policy space*.

O artigo irá utilizar como estudos de caso o Brasil e a China, devido à importância da economia brasileira na América Latina e da economia chinesa no Leste Asiático (além de ser a segunda maior economia mundial). O objetivo é analisar como as assimetrias macroeconômica e monetária impactam o *policy space* dos dois países.



O papel das EPEs na dinâmica global

Existe uma relação desigual em termos de finanças entre as EPEs e as demais nações, que reforça a disparidade econômica e gera um fluxo de receita financeira dos países em posição subordinada para os centrais. Através de uma análise estruturalista, Ocampo (2001a) mostra que a periferia absorve os ciclos de negócios e políticas geradas pelo centro: os países centrais são ‘*business-cycle/policy makers*’ enquanto os periféricos são ‘*business-cycle/policy takers*’ (Ocampo, 2001, p. 10).

Gallagher e Prates (2014) apontam que, após Bretton Woods, as taxas de câmbio nominais passaram a ser determinadas principalmente pelos fluxos de capital de curto prazo, que são altamente voláteis devido às oscilações no apetite ao risco dos investidores internacionais. O caráter inerentemente especulativo desses fluxos é o principal fator para a volatilidade das taxas de câmbio, em especial das EPEs. Como resultado, os bancos centrais precisam constantemente intervir no mercado de câmbio, reduzindo a autonomia da política monetária. Portanto, o regime cambial não é totalmente flexível em algumas EPEs, como o Brasil. Na prática, esses países adotam uma ‘flutuação suja’, situação denominada de ‘*fear of floating*’ por Calvo e Reinhart (2002).

Em um mundo globalizado e financeiramente integrado, a flutuação do câmbio não é suficiente para garantir a plena autonomia da política monetária doméstica, especialmente nos países que possuem uma conta financeira aberta. Nas EPEs, esse movimento é mais acentuado e implica perda de graus de autonomia da política monetária e volatilidade cambial. Nesse sentido, o tradicional trilema macroeconômico (ou trindade impossível) – ao considerar que diante de um ambiente com livre mobilidade de capital, a política monetária só consegue agir de forma independente se a taxa de câmbio adotada for

flutuante – vem sendo questionado.

Com efeito, Flassbeck (2001) argumenta que o que ocorre na verdade é uma ‘dualidade impossível’, pois há uma incompatibilidade entre uma conta financeira aberta e política monetária independente. Portanto, a flutuação do câmbio não impede que as economias sejam afetadas pelos movimentos do ciclo financeiro global, determinados principalmente pelos países centrais. Através de um robusto estudo econométrico, Rey (2013) mostra que países que possuem a conta financeira aberta enfrentam um ‘dilema’ – e não um trilema – uma vez que o regime cambial flutuante não garante uma política monetária independente. As decisões dos países centrais são internalizadas pelos demais, em especial aqueles integrados de forma subordinada. Uma forma de proteção contra essa influência seria a adoção de controles de capital, que serviria também para fornecer uma maior autonomia à política monetária doméstica. Assim, uma conta financeira administrada através de políticas macroprudenciais e/ou controle de capitais garantiria uma margem de manobra maior para que o país possa agir de forma mais autônoma domesticamente.

Em síntese, as EPEs utilizam as taxas de juros para garantir a remuneração dos investidores internacionais, compensar o baixo prêmio de liquidez de suas moedas e atenuar a fuga de capitais em momentos de incerteza. Essa dinâmica reduz o *policy space* e essas nações ficam sujeitas aos ciclos de expansão e retração da liquidez internacional. Além disso, como mostram Kaltenbrunner e Paineira (2017), a integração financeira internacional define o fenômeno da financeirização das EPEs, que tem como uma das características principais o caráter subordinado. Ou seja, a conjuntura internacional afeta substancialmente o processo de financeirização doméstica dessas economias.

Por fim, as EPEs tendem a acumular reservas



internacionais devido a entradas volumosas de capital externo, que são retidas como forma de proteção para possíveis fugas de capital. O estoque de moeda estrangeira sinaliza que o banco central pode canalizar as reservas para o mercado e garantir a liquidez dos investidores internacionais. As reservas, enquanto necessárias na estratégia de inserção internacional, representam na prática que um país com escassez de capital tem de manter reservas ‘ociosas’ como garantia para responder a ataques especulativos a sua moeda. Em conclusão, a ausência de medidas de controle de capitais compromete a adoção de políticas de desenvolvimento autônomas, pois as taxas de câmbio e de juros ficam dependentes das condições externas.

O caso do Brasil

Começando pelo primeiro elemento da assimetria macroeconômica (grau de abertura financeira), o Brasil aprofundou seu processo de abertura durante a década de 1990, como estratégia para negociar a dívida externa e controlar a inflação. A liberalização financeira possibilitou um maior movimento de capitais, através da redução das barreiras aos investimentos internacionais de portfólio e da permissão ao acesso dos agentes econômicos domésticos a modalidades de financiamento externo. Ao intensificar a integração financeira, o governo desconsiderou o controle de capitais como forma de aumentar o *policy space* macroeconômico e reduzir a vulnerabilidade em relação aos choques externos.

Sobre o regime cambial, com as crises especulativas nos mercados emergentes nos

últimos anos da década de 1990, o governo brasileiro – assim como grande parte, senão a totalidade, dos países emergentes – abandonou o regime baseado na âncora cambial e passou a adotar, a partir de junho de 1999, o Regime de Metas de Inflação (RMI) como âncora para controle da inflação. O RMI compõe o tripé macroeconômico, juntamente com o regime de câmbio flutuante e metas de superávit primário. A despeito de oficialmente ser flutuante, o Banco Central do Brasil realiza constantes intervenções, operando no mercado de câmbio para evitar uma desvalorização excessiva, que pode engendrar possíveis impactos na inflação

doméstica. Desta forma, a política cambial fica sujeita aos movimentos de entrada e saída de capital externo, reduzindo a margem de manobra para que o governo possa atuar de forma independente (PRATES, 2015). Além disso, as turbulências cambiais afetam a inflação doméstica. Atualmente no Brasil, observa-se que a inflação possui um importante componente cambial, decorrente das pressões de desvalorização do real (BRL).

Por fim, a economia brasileira possui pouca autonomia sobre a política monetária, uma vez que as altas taxas de juros são utilizadas para garantir o retorno dos investidores internacionais e impedir a saída de capital. Outro fator é que o RMI utiliza a taxa de juros como único instrumento de política monetária, reduzindo o *policy space*. A total conversibilidade de conta financeira reduz a margem de manobra e compromete a adoção de uma taxa de juros favorável ao crescimento econômico doméstico. Além disso, as decisões dos países centrais, em especial os Estados Unidos, impactam

Em síntese, as Economias Periféricas Emergentes utilizam as taxas de juros para garantir a remuneração dos investidores internacionais, compensar o baixo prêmio de liquidez de suas moedas e atenuar a fuga de capitais em momentos de incerteza. Essa dinâmica reduz o *policy space* e essas nações ficam sujeitas aos ciclos de expansão e retração da liquidez internacional.



significativamente as decisões de política doméstica do Brasil.

Em relação à assimetria monetária, Kaltenbrunner (2011) mostra que a internacionalização do BRL teve início em 2003 e os ativos brasileiros passaram a compor as carteiras internacionais e tornaram-se instrumentos de negociação (que envolvem principalmente ações e moedas), aprofundando a integração da economia brasileira aos mercados financeiros internacionais. Ademais, houve uma maior exposição de investidores internacionais a ativos de curto prazo denominados em BRL. De forma complementar, Orsi (2019) aponta que o BRL foi internacionalizado como ativo especulativo de curto prazo, devido ao seu baixo prêmio de liquidez, sendo este o tipo de internacionalização comum entre as moedas periféricas. Ademais, o aumento da utilização do BRL nos mercados internacionais não provocou uma melhora na posição da moeda brasileira na hierarquia.

Recentemente, a aprovação da Lei nº 14.286/2021, conhecida como a Nova Lei Cambial, buscou implementar mudanças no mercado de câmbio para simplificar o uso do BRL em transações internacionais e por agentes estrangeiros dentro do Brasil. O objetivo é ampliar o mercado cambial para investidores não residentes e promover uma maior conversibilidade do BRL, 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. A ‘modernização’ do mercado de câmbio brasileiro poderá permitir a abertura de contas no Brasil em moeda estrangeira. Hoje, somente agentes autorizados detêm esse direito.

O ponto mais polêmico da Nova Lei Cambial é a abertura de contas em moeda estrangeira por residentes no Brasil, que poderão manter suas reservas denominadas em outra moeda.

O ponto mais polêmico da Nova Lei Cambial é a abertura de contas em moeda estrangeira por residentes no Brasil, que poderão manter suas reservas denominadas em outra moeda. Um possível desdobramento será a livre circulação de dólares na economia brasileira. Vale destacar que o BRL poderá ficar mais propenso a especulações, principalmente em momentos de incerteza. A taxa de câmbio brasileira já possui uma alta volatilidade, pois é impactada substancialmente pelos movimentos externos. Esta nova regra possivelmente será mais um componente prejudicial ao câmbio, contribuindo também para a vulnerabilidade da economia brasileira a choques adversos. Portanto, é preciso ter cautela com as medidas sugeridas na Nova Lei Cambial, uma vez que não há indícios, pelo que foi argumentado, de que o BRL se torne uma moeda forte internacionalmente e nem que seu prêmio de liquidez internacional aumente. O maior uso do BRL deveria ser uma combinação de uma estratégia de cooperação internacional com uma agenda macroeconômica voltada para o crescimento doméstico.

O caso da China

Já o processo de abertura econômica chinês iniciou-se no final dos anos 1970 e as exportações foram cruciais para o dinamismo do comércio exterior, sustentado pela política cambial. Em 1994, a taxa de câmbio foi unificada e o governo buscou manter o preço da moeda chinesa em relação ao dólar num patamar que pudesse estimular as exportações. Entre 1994 e 2005, o regime cambial foi fixo e o valor nominal do iuane em relação ao dólar se manteve estável. Com as crises especulativas nos mercados emergentes no final dos anos 1990, o governo chinês intensificou os controles de capital para evitar possíveis choques especulativos no mercado de câmbio (LEÃO, 2010).



A partir de meados de 2005, a paridade fixa ao dólar foi substituída por um sistema cambial flexível, na qual o câmbio chinês fluuava dentro de uma banda. Este regime flexível foi possível devido às condições externas favoráveis (como o boom das commodities) e à política macroeconômica doméstica expansionista, permitindo a flutuação do câmbio chinês sem impactos negativos sobre as exportações. A chegada da crise financeira internacional em 2008 interrompeu a flutuação do iuane e o governo fixou o valor da moeda chinesa frente ao dólar para conter os efeitos adversos da crise e manter o iuane como âncora das moedas asiáticas. Em meados de 2010, a flutuação do iuane foi novamente permitida (LEÃO, 2010).

Assim, os movimentos para aprofundar a liberalização financeira na China foram acompanhados pela maior integração financeira com o resto do mundo. Tradicionalmente, a China adota mudanças graduais e controladas e, ainda que esteja avançando no processo de liberalização financeira, a economia chinesa mantém o controle sobre o mercado de câmbio, a despeito da maior flexibilidade observada nos últimos anos. De acordo com Prasad (2016), a China adota uma política seletiva e moderada para flexibilizar o gerenciamento de sua conta financeira, evitando possíveis efeitos adversos decorrentes de uma total liberalização.

Torres Filho e Pose (2018) ressaltam que 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. A China adota

medidas graduais e controladas para abrir sua economia, ou seja, a permissão à entrada de investimentos externos é fortemente monitorada pelo governo.

Apesar da política de controle de capitais, a China vem aumentando as concessões para que esse regime seja mais flexível. A partir dos anos 2000, a China começou a reduzir as barreiras à entrada de Investimento Estrangeiro Direto (IED), mas manteve as restrições a outros tipos de capital. Como resultado, o IED tem sido o principal tipo de capital a entrar na economia chinesa. Não obstante, a partir de 2010, começaram a ser liberados empréstimos bancários, outros investimentos e entradas de carteira.

Sobre a assimetria monetária, A China iniciou o processo de internacionalização do renminbi (RMB)¹ 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 sua moeda (TORRES FILHO e POSE, 2018).

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

¹ Renminbi (‘a moeda do povo’) é o nome oficial da moeda da China, enquanto o iuane é 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



reserva. Além do RMB, incluído oficialmente no final de 2016, compõem a cesta o dólar americano, o euro, o iene japonês e a libra. Assim, a inclusão do RMB reflete o aumento da importância da moeda chinesa nas finanças globais.

Segundo Li (2019), o governo chinês utiliza três principais instrumentos de política monetária – índice de reserva estatutária, *open market* e política de desconto – para controlar a oferta de RMB. No entanto, o avanço no maior uso do RMB pode afetar a independência da política monetária, a regulação macroeconômica e as transações de câmbio da China, pois os movimentos da moeda chinesa agora são afetados também pela demanda internacional, além da doméstica.

Considerações finais

Apesar de estarem inseridas de forma subordinada no SMI em relação às economias centrais, as EPEs não são um grupo homogêneo. Existem particularidades domésticas – como o nível de integração financeira, prêmio de liquidez da moeda local e arquitetura macroeconômica – que tornam cada EPE um caso particular, que precisa ser analisado de forma específica. Esse conjunto de fatores afeta o *policy space*, isto é, existem países que possuem maior margem de manobra para atuar domesticamente de forma mais autônoma. Com efeito, Brasil e China possuem disparidades em relação à arquitetura macroeconômica doméstica, papel internacional da moeda emitida e relevância global.

A assimetria macroeconômica é um importante sinalizador das disparidades entre Brasil e China. O governo chinês adota controles de capital e a conta financeira não é plenamente conversível, pois possui uma série de restrições à entrada e saída de fluxos financeiros externos. No mercado cambial, o governo intervém ativamente,

adotando um câmbio semifixo. Como resultado, a economia chinesa possui uma baixa volatilidade cambial. Em contraste, o Brasil não adota controles de capital e possui um regime cambial flutuante que, na prática, é considerado como ‘flutuação suja’. O Banco Central do Brasil realiza constantes intervenções, operando no mercado de câmbio para controlar episódios de apreciação e, principalmente, depreciação do BRL.

Sobre a assimetria monetária, os processos de internacionalização do BRL e do RMB foram moldados de formas distintas e apresentaram efeitos opostos. No caso do Brasil, 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, como objetivo de política econômica chinês em resposta à crise de financeira e um possível enfraquecimento da supremacia do dólar. A China vem ampliando a quantidade de mercados financeiros internacionais autorizados a fazer transações utilizando sua moeda e 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. Além disso, a maior utilização de sua moeda pode acabar comprometendo a autonomia da política monetária chinesa, uma vez que o gerenciamento da taxa de câmbio e adoção de controles de capital permitem que a China tenha maior autonomia de sua política monetária.

Bibliografia

BRASIL. Lei nº 14.286, de 29 de dezembro de 2021. Dispõe sobre o mercado de câmbio brasileiro, entre outros. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, 30 dez. 2021. Disponível em: < <https://www.in.gov.br/>



en/web/dou/-/lei-n-14.286-de-29-de-dezembro-de-2021-370918314>. Acesso em: 20 jul. 2022

CALVO, G.; REINHART, C. Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117(2), p. 379-408, mai. 2022.

FLASSBECK, H. The exchange rate: economic policy tool or market price? UNCTAD, Discussion Papers, n. 157, nov. 2001.

FRITZ, B.; PAULA, L. F.; PRATES, D. Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, v. 15, n. 2, p. 208–218, 2018.

GALLAGHER, K.; PRATES, D. Financialization and The Resource Curse: The Challenge of Exchange Rate Management in Brazil. GEGI Working Paper, n. 8, set. 2014.

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.; PAINCEIRA, J. P. Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. *New Political Economy*, 2017.

LEÃO, R. P. F. A gestão da política cambial chinesa: as lições do período da crise financeira

de 2008. *Boletim de Economia e Política Internacional (IPEA)*, n. 4, out-dez. 2010.

LI, Y. The Impact of the Belt and Road Initiative on RMB Internationalization and Development Strategies for Mutual Benefit. *Advances in Economics, Business and Management Research*, vol. 146, p. 55-58, 2019.

OCAMPO, J. A. International asymmetries and the design of the international financial system. CEPAL, *Temas de coyuntura*, n. 15, abr. 2001.

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 effort to expand the international use of the renminbi. Relatório preparado para a U.S. China Economic and Security Review Commission. Fev, 2016.

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

REY, H. Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence” London Business School, CEPR e NBER, ago. 2013.

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.



A NECESSIDADE DE CONSTRUÇÃO DE UM NOVO ARCABOUÇO INSTITUCIONAL VOLTADO AO FINANCIAMENTO A INFRAESTRUTURA NO BRASIL

Fernando Amorim Teixeira

Doutorando pelo PPGE/UFF e Professor Substituto do Instituto de Relações Internacionais e Defesa da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IRID/UFRJ)

ÍNDICE

Em diversos países a crise desencadeada pela pandemia da Covid-19 e a emergência climática têm reforçado a percepção acerca da necessidade de se incrementar as capacidades estatais de financiamento a infraestrutura. Como exemplos sintomáticos, podemos citar a criação do Banco de Infraestrutura, no Reino Unido¹ e o *Green New Deal*², nos EUA. Em ambos os casos, a ideia é conhecida: planejamento estatal, subsídios e garantias públicas.

As justificativas para a existência de um arcabouço institucional e financeiro para que investimentos de maior envergadura possam ocorrer, estavam presentes nas obras de Schumpeter e Keynes, dos desenvolvimentistas clássicos e dos estruturalistas, dos Pós-keynesianos, dentre outros. Mais recentemente, autores como Mazzucatto e MacFarlane (2019), a partir do conceito de “finanças pacientes”, vêm discorrendo sobre a necessidade de financiamentos condizentes com as prerrogativas de um desenvolvimento sustentável pela via da inovação.³

Atender as peculiaridades da alongada maturação e dos riscos intrínsecos aos investimentos não é algo trivial. Pressupõe a existência de adiantamento de recursos à prazos e condições

adequados ao fluxo de caixa dos projetos, além de minimizar riscos inerentes ao descasamento de vencimentos. O grau de informação e de incerteza envolvidos na tomada decisão de investir, justificam ainda um papel ativo de instituições financeiras estatais e a criação de fundos de caráter público que propiciem o direcionamento do crédito.

Esse direcionamento, ao contrário do que a teoria neoclássica supõe,⁴ não tem caráter excludente com capital de origem privada, dada a complementariedade necessária. Da parte do Estado, significa ser capaz de conjugar interesses públicos, realizar diagnósticos e endereçar expertises e recursos disponíveis. Da parte do mercado, mobilizar poupanças, inovar na alocação e injetar liquidez.

No caso brasileiro, o pós-Segunda Guerra Mundial marcou o início da construção de um sofisticado arcabouço institucional e financeiro eminentemente nacional. Dentre os expedientes criados e aprimorados ao longo das décadas subsequentes podemos citar fundos parafiscais, bancos públicos, arranjos institucionais entre empresas estatais financeiras e produtivas. Foi o caso, por exemplo, da bem-sucedida política anticíclica implementada pelo governo brasileiro

¹ Ver mais em: <https://www.ukib.org.uk/>

² Ver mais em: <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/11/08/fact-sheet-the-bipartisan-infrastructure-deal-boosts-clean-energy-jobs-strengthens-resilience-and-advances-environmental-justice/>

³ A ideia de investimentos orientados por missão, considera que bancos de investimento de caráter público são estratégicos no sentido de endereçar as respostas necessárias aos desafios do desenvolvimento do Século XXI. Em linhas gerais, esse desenvolvimento deve combinar crescimento com mudança estrutural, aumento da produtividade agregada e geração de emprego e renda de maior qualidade com as urgências sociais e ambientais.

⁴ Para a heterodoxia econômica, o efeito crowding-in se daria pela condição de atratividade entre o capital público e o privado e seria muitas vezes encontrado em projetos de infraestrutura.



no pós-crise financeira internacional de 2008. Não obstante, desde 2016, caminhamos no sentido de seu desmonte.

Para trabalhar aspectos do que ocorreu no período 2008-2022 no Brasil, que permitam ilustrar a imperativa necessidade de reconstrução das capacidades estatais voltadas à infraestrutura, o artigo está dividido em três seções, além desta introdução e das reflexões finais. A primeira resgata a importância desse financiamento à luz do pensamento desenvolvimentista brasileiro. A segunda, debate o papel do sistema financeiro no processo, por um viés pós-keynesiano. Já a terceira, traz uma reflexão sobre o incremento e desmonte atual.

A importância do financiamento a infraestrutura: uma inspiração desenvolvimentista para os dias atuais

O chamado ciclo desenvolvimentista brasileiro foi um período profícuo em termos teóricos e empíricos para a construção da sociedade brasileira moderna. Nesse sentido, havia certo consenso entre as correntes teóricas a respeito da impossibilidade de que transformações estruturais ocorressem por meio de forças espontâneas do mercado. Por conta disso, o planejamento estatal era um imperativo para o desenvolvimento de países periféricos como o Brasil.

Partia-se do pressuposto de que a criação e utilização de instrumentos adequados poderiam, finalmente, promover investimentos em setores tidos como prioritários, superando pontos de estrangulamento. Por essa perspectiva, para além do planejamento centralizado, a concepção de planejamento seccional tornaria viável que investimentos em energia, transportes, telecomunicações (etc.), germinassem (BIELSCHOWSKY, 2000). A dependência de vultuosos recursos e a capacidade de engendrar ciclos de crescimento esteve no radar de figuras

proeminentes como Ignácio Rangel e Celso Furtado, dentre outros.

Para Rangel (2005), particularmente, a simbiose regulatória e conjuntural dos investimentos em infraestrutura dialogava com a chamada trilogia da essência do Estado, calcada em unidade, soberania e planejamento. Caberia ao ente estatal ser capaz de levar adiante os empreendimentos fundamentais ao desenvolvimento e criar instrumentos eficientes de atração e gestão. Para o autor, diante da inter-relação entre as diversas regulações setoriais, a perenidade de financiamentos/investimentos seria a característica imprescindível para o sucesso das políticas. Sendo assim, o sistema financeiro (ou o “aparelho de intermediação” em termos rangelianos) deveria ser incorporado como parte do planejamento econômico.

Ainda no que tange ao planejamento, compreendia-se que quando a seleção e a sequência de projetos fossem realizadas de forma coordenadas, isso poderia otimizar gastos públicos e privados, fomentando decisões de investimento de diversos agentes. Nesse sentido, Hirschman (1958) sustentava que a “sequência ótima” (devido a indivisibilidade técnica e alta razão capital-produto), minimizariam os respectivos custos médios totais, quando desenhados em consonância com a demanda de mercado.

A existência de instrumentos financeiros apropriados para financiar uma agenda de investimentos em infraestrutura, entretanto, ia além da - nada trivial - necessidade de superação do atraso econômico. A capacidade de estimular determinados setores nos diferentes ciclos econômicos tornava o aparato estatal agente principal da reversão de ciclos recessivos. Nesse sentido, Furtado (1951) alegava que uma política anticíclica bem-sucedida dependeria da capacidade de determinação de objetivos



previamente e do papel dinâmico dos investimentos realizados. Era necessário, portanto, planejar, estabelecer prioridades e estimular (financiar) os investimentos corretos.

Na esteira dessas teorizações, surgiram empresas como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, o BNDES (1952) e a Eletrobras (1962) e foram se desenhando fundos públicos que propiciassem o direcionamento de crédito, como o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS - 1966).⁵

O arcabouço institucional e financeiro para o financiamento a infraestrutura: uma abordagem pós-keynesiana

O financiamento ao investimento na perspectiva pós-keynesiana tem como ponto de partida a noção de preferência pela liquidez dos agentes financeiros. Formada a partir de expectativas em relação à retornos futuros, tal preferência acaba por determinar a disposição desses em adiantar recursos para agentes não-financeiros em face da própria renúncia à liquidez (em troca de títulos com retorno futuro). Por essa perspectiva, de acordo com Keynes (1971), o sistema financeiro teria por função, de um lado, prover liquidez no curto prazo (*finance*), e de outro, alocar poupança ex-post, transformando dívidas de curto prazo em passivos de longo prazo (*funding*).

Sob a hipótese de incerteza não probabilística, o financiamento dos diferentes tipos de investimento seria viabilizado, exatamente, pela existência de sistemas financeiros maduros e funcionais (CARVALHO, 1992). Assim, bancos e mercados de capitais acabam determinando o nível de investimento e, portanto, a possibilidade (ou não) da efetivação de um processo de crescimento com mudança estrutural (STUDART

& ALVES JR., 2019). Isso porque, investimentos de longa duração envolvem elevado grau de incerteza e a tomada de decisões depende da estrutura de financiamento previamente estabelecida.⁶

No caso de investimentos em infraestrutura, o leque de atores participantes tende ainda a contrapor objetivos/ganhos de curto e de longo prazo, tornando o financiamento um elemento de potencial acomodação de interesses. Ressalta-se que ações especulativas podem conter efeito desestabilizador no provimento de fundos (MINSKY, 1992). Nesse sentido, estruturas de *funding* propiciadas pelo Estado, com estabilidade e propósitos bem definidos, se tornam essenciais.

Por esse viés, recursos e garantias públicas de diferentes naturezas garantem a execução do investimento de longa maturação, exatamente por acrescentar a estabilidade financeira necessária (ALVES JR et al, 2018). Em complementariedade, a participação privada pode disponibilizar recursos extras e liquidez.

Incremento e desmontem do arcabouço de financiamento no Brasil no período 2008-2022

Nos pós-crise financeira internacional de 2008, o Brasil foi capaz de dar pronta resposta ao ciclo recessivo através de uma bem-sucedida política anticíclica que teve como um dos eixos centrais, alavancar recursos e expertises para direcionar investimentos em infraestrutura.

O fato de ter um banco nacional de desenvolvimento com longa expertise, permitiu ao governo brasileiro, naquele momento, impulsionar o *funding* do BNDES - via empréstimos do Tesouro - e estabelecer diretrizes sobre quais setores deveriam ser priorizados.⁷ Tal

⁵ Ver mais em Pinheiro, 1997.

⁶ Essa estrutura, inclusive, tende a ditar o ritmo com que o processo se desdobra no tempo.

⁷ Para efeito de comparação, a parte correspondente ao Tesouro Nacional em 2008 era de 15,6%, já em 2014 era de 53,6%.



reforço de capacidades viabilizou a consolidação do banco como a principal agência de promoção de investimentos em programas como o PAC I e II.⁸ Vale mencionar que, até então, a principal fonte de recursos do banco era o Fundo de Amparo ao trabalhador (FAT), criado em 1990. Foi exatamente a inovação institucional FAT/BNDES, que permitiu que a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) se tornasse referência dos desembolsos do banco.

Para além do FAT, outro fundo público essencial ao longo do período em questão foi o já citado FGTS. Cedido para ser gerido⁹ pela Caixa Econômica Federal (Caixa), o FGTS se destinou a subsidiar o financiamento a infraestrutura social e habitação popular. Esse arranjo institucional, por sinal, constituiu-se em base para o Programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) e para a promoção do financiamento imobiliário em geral, impulsionando o setor da construção civil.¹⁰

Vale ressaltar que a institucionalidade brasileira acionada na política anticíclica extrapolou a utilização das empresas estatais financeiras, como

no caso do setor elétrico, onde a conjugação de capacidades, interesses e expertises permitiram que BNDES e Eletrobras - em conjunto -, coordenassem a retomada de grandes investimentos. Ademais, uma maior participação do Estado brasileiro via empresas estatais, teve como efeito, uma participação considerável de capital privado em diversos projetos até 2014, podendo ser considerado uma espécie de hedge ao investidor. Em contrapartida, o desmantelamento e a deliberada queda de investimentos com participação pública nos arranjos de financiamento não foram compensados por recursos privados. Os Gráficos 1 e 2 ajudam a ilustrar esses movimentos.

Em suma, apesar dos exorbitantes déficits em infraestrutura existentes no Brasil, é inegável a contribuição que FAT/BNDES e FGTS/Caixa exerceram como braços de política pública a partir de meados dos anos 2000. O fim da TJLP¹³ e o desmonte interno da Caixa através de IPOs de subsidiárias,¹⁴ entretanto, não parecem saciar o apetite dos defensores do Estado mínimo.

⁸O Programa de Aceleração do Crescimento (PAC I) foi lançado em 2007, enquanto o PAC II data de 2011. Ambos os programas foram coordenados pelo Governo Federal e englobavam um conjunto de políticas econômicas, com ênfase em investimentos em infraestrutura, para os quatro anos seguintes. Não obstante os eventuais problemas de execução, tiveram importância por terem sido capazes de utilizar e contribuir para o avanço da institucionalidade brasileira.

⁹Funcionando como uma espécie de aplicação do governo, dado que os bancos públicos gerem esses recursos e remuneram os fundos.

¹⁰Sem entrar no mérito sobre erros e acertos do programa, o fato é que o financiamento da Caixa chegou a superar 80% do crédito para esta modalidade, em anos recentes. ” (PAULA e OREIRO, 2019). Contudo, ambas as medidas fracassaram no objetivo de impulsionar o investimento privado.

¹¹Para detalhes dos arranjos financeiros desenvolvidos, ver Siffert et al, 2009.

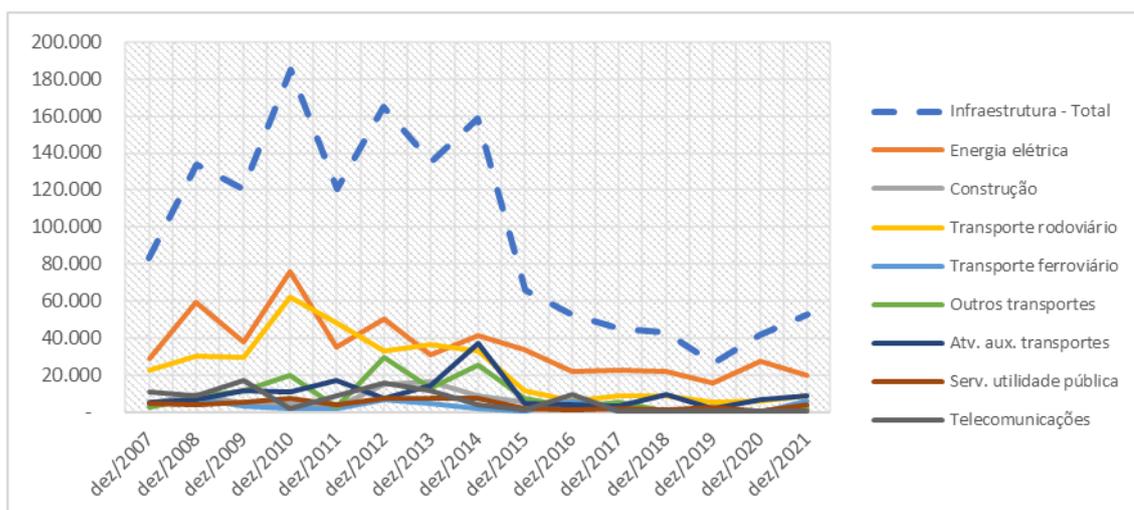
¹²Segundo Teixeira e Silva (2019), dentre os 10 maiores investimentos greenfield com participação privada no Setor Elétrico Brasileiro entre 2008 e 2017, o BNDES estava presente em oito e empresas do Grupo Eletrobrás tinham participação em seis como sócia-minoritária de SPEs.

¹³Em 2018, A TJLP foi substituída pela Taxa de Longo Prazo (TLP), mais parecida no nível e volatilidade com as taxas de mercado. Na prática, implicou redução de subsídios e queda vertiginosa nos desembolsos do banco para infraestrutura. Coincidência ou não, os níveis de investimento também caíram consideravelmente, desde então. Mais recentemente, o adiantamento dos pagamentos ao Tesouro e a desmobilização de investimentos da carteira da BNDESPar são também exemplos do desmonte.

¹⁴Uma forma encontrada pela atual gestão da Caixa para realizar desestatizações sem ter que passar pelo penoso processo de uma privatização plena foi diluir a propriedade e abrir capital. O mecanismo de lançamento público foram os chamados IPOs (sigla para initial public offering) que tendem a causar impactos negativos na estrutura de receitas no curto, médio prazo e longo prazo. A recente liberação do FGTS, por sinal, tende a impactar ainda mais severamente essa estrutura. Basta termos em mente que, em 2020, os chamados serviços do governo - que compreendem basicamente a administração do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), das loterias, programas de transferência de renda e garantias prestadas - representavam 33,9% das receitas do banco.



Gráfico 1 – Desembolsos do BNDES para infraestrutura - Brasil, acumulado dozes meses, dez. 2007/dez.2021 (R\$ milhões constantes).



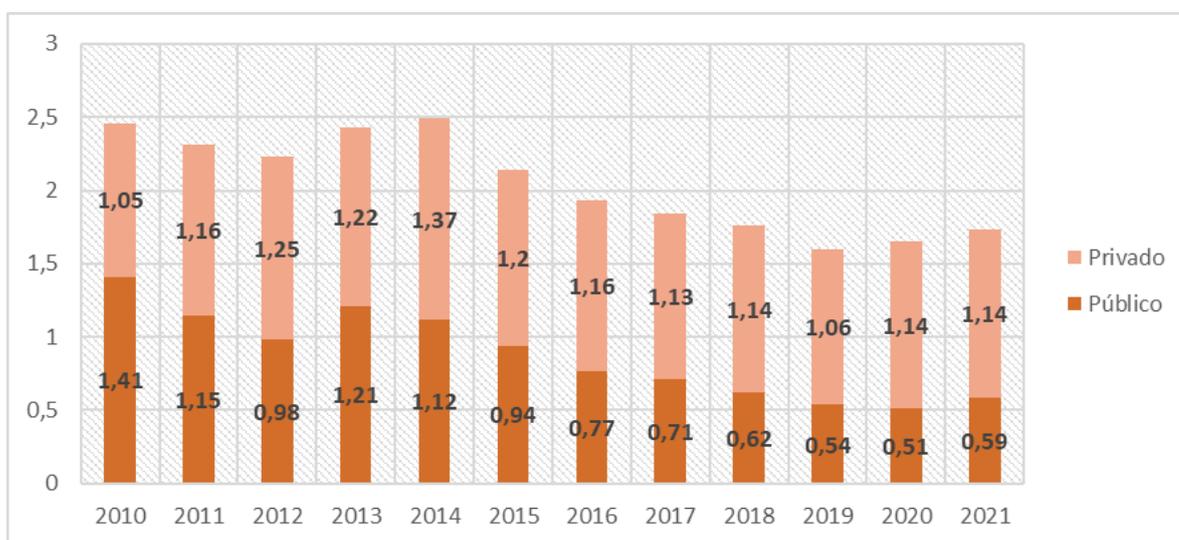
Fonte: BNDES – Elaboração do autor.

Nesse sentido, as tentativas de desvincular o FAT do BNDES para direcioná-lo a financiar flexibilizações de contratos de trabalho, por um lado, e a liberação da utilização de uma parcela do FGTS para a aquisição de papéis de empresas em processo de privatização, por outro, são facetas do recente capítulo de nosso desmonte institucional. As engenharias financeiras em curso no incipiente processo de capitalização da

Eletrobras podem ser ilustradas nos chamados Fundos Mútuos de Privatização (FMP) e são peça-chave para compreendermos o processo em curso.

Esse tipo de produto criado por bancos e corretoras como modalidades de fundo de investimento, aproveita-se da liberação por parte do Governo Federal para que até 50% do FGTS

Gráfico 2 - Participação do investimento em infraestrutura no PIB (%) – Brasil, 2010-2021 - por instância pública e privada



Fonte: Inter.B. Elaboração do autor.



possa se destinar a investimentos em ações de empresas estatais em vias de privatização. A ideia é que os gestores apliquem uma taxa de administração – relativamente baixa, mas que diante do montante de recursos atraídos, permitiria ganhos consideráveis.

Em um único movimento transferem para a iniciativa privada uma empresa estratégica, colocam como sócio da empreitada setores da classe média – aviltados, atualmente, pela alta da inflação - e retira do Estado a capacidade de que políticas públicas via crédito direcionado possam ser implementadas no futuro próximo. Na esteira desse movimento assistimos - ainda no apagar das luzes de 2022 - a deliberada defesa da utilização da parte que cabe ao Estado nos lucros e dividendos das empresas estatais para financiar benefícios assistenciais em período pré-eleitoral.¹⁵

Reflexões Finais

O Brasil vive um desmonte acelerado do arcabouço institucional e financeiro construído desde os anos 1950. Iniciado em 2015/16, tal desmonte inclui a desmobilização de fundos parafiscais, desmantelamento de expertises e privatização de empresas estatais.

Como resultado, esse movimento repercutiu negativamente no investimento em infraestrutura nos últimos anos e tem implicações na capacidade futura de direcionar crédito e realizar grandes obras em setores que beneficiam a estrutura produtiva e serviços essenciais à população.

Ademais, frente as emergências ambientais, imprevisibilidades e incertezas tendem a se acentuar e, não por outra razão, países centrais têm reforçado o papel do Estado nos processos de financiamento.

Na contramão, ao invés de reforçarmos os instrumentos desenvolvidos por décadas para endereçar respostas aos novos desafios do desenvolvimento, o Brasil opta por privilegiar interesses de curto prazo e ânsia por ganhos especulativos.

Bibliografia

ALVES JR, A.; MODENESI, A.; ANDRADE, L.; GUERRA, G. Sistema de Garantias Públicas para o investimento em infraestrutura na Europa e no Brasil: panaceia em tempos de austeridade? In: Revista Tempo do Mundo, IPEA. V. 4, n. 1, jan. 2018.

BIELSCHOWSKY, R. Pensamento Econômico Brasileiro: O Ciclo Ideológico do Desenvolvimentismo. 4ª ed. Rio de Janeiro: Contraponto, 2000.

CARVALHO, F. J. C Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana. In: Silva, M.L.F. (org.) Moeda e produção: teorias comparadas. Ed. Universidade de Brasília, 1992.

FURTADO, C. Formação de Capital e Desenvolvimento Econômico. Revista Brasileira de Economia, v. 6 n. 3, dezembro. 1951.

HIRSCHMAN, A. Strategy of Economic Development. Yale University Press. Fundo de Cultura, Rio de Janeiro, 1958.

KEYNES, J.M. The "ex-ante" theory of the rate of interest and money London, Royal Economic Society. The collected writings of Jonh Maynard Keynes, 1971.

MAZZUCATO, M.; MACFARLANE, L. Patient Finance for Innovation-Driven Growth. IIPP Policy Brief (updated April 2019), UCL, Londres, abril 2019.

¹⁵ Vale ressaltar que essas empresas têm, de fato, apresentado lucros exponenciais no período recente, mas às custas da queda de investimentos voltados a aumento da capacidade instalada.

¹⁶Soma-se a esse contexto, a exponencial subida recente da Selic que tende a desincentivar o empresariado a incorrer em riscos intrínsecos a investimentos de mais longo prazo.



MINSKY, H. The financial instability hypothesis. Annandale-on-Hudson: Levy Institute WP n. 74, 1992.

PINHEIRO, M. O Papel dos Fundos Parafiscais no Fomento: FGTS e FAT. IPEA, Brasília, junho de 1997

RANGEL, I. Obras Reunidas. São Paulo: Contraponto, Volume 1, 2005.

SIFFERT, N.; ALONSO, L.; CHAGAS, E.; SZUSTER, F.; SUSSEKIND, C. O papel do BNDES na expansão do Setor Elétrico nacional e o mecanismo do Project Finance. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

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, F. A. & SILVA, G. T. F. State-owned Enterprises and Foreign Infrastructure Investment in Brazil After the 2008 International Financial Crisis. In: Desenvolvimento em Debate, v.7, n.2, Rio de Janeiro, 2019.



AUMENTO DA VULNERABILIDADE DAS FAMÍLIAS E O CICLO DO CRÉDITO AO CONSUMO NO BRASIL: 2005-2022

Paula Marina Sarno

Pesquisadora de Pós-Doutorado da Universidade Federal Fluminense (UFF) e do Finde/UFF

Carmem Feijó

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

ÍNDICE

O endividamento das famílias tem sido uma característica marcante na nossa economia desde 2005. Tal processo assumiu, no entanto, motivações e características bem diferentes ao longo desse período, conforme se deu a implementação de inovações financeiras (como o crédito consignado), o ritmo e abrangência do processo de bancarização, o acesso a renda e ao emprego por parte da população nos diferentes momentos do ciclo econômico, a variação nos prazos dos financiamentos e o comportamento das taxas de juros.

O papel do crédito em estimular o consumo das famílias e o crescimento da economia foi ressaltado por diversos autores (BORÇA JR & GUIMARÃES, 2015; MEDEIROS, 2015; PAIM, 2015; SANTANNA, 2020; SERRANO; SUMA, 2015). Após um período concomitante de crescimento do crédito e do crescimento, que se estende de 2005 a 2010, já haveria em 2011 alguns sinais de perda desse potencial, que vai se dar mais claramente a partir de 2014.

Nesse debate, conforme analisa Lima (2018), vários foram os fatores, de acordo com diferentes correntes de pensamento da heterodoxia, que viriam a comprometer o dinamismo do crédito ao consumo e do crescimento - políticas econômicas fiscais e monetárias restritivas, medidas macroprudenciais, elevação da preferência pela liquidez dos bancos, ou mesmo esgotamento do modelo baseado no consumo (SERRANO; SUMA, 2015; PAULA; MODENESI; PIRES, 2015; CARNEIRO, 2017).

Pelo lado da demanda de crédito, os efeitos das elevadas taxas de juros sobre o comprometimento da renda das famílias com dívidas foram considerados um dos obstáculos à continuidade da expansão do crédito ao consumo. PAIM (2015) já havia ressaltado, analisando os dados de 2013, que tal comprometimento no caso brasileiro era significativo se comparado a economias com nível de endividamento similar. Vale considerar que, nesse ano, também já estava em curso o processo de desaceleração do crescimento, e, portanto, da renda das famílias.

O quadro atual é bastante diferente. Mais recentemente, o contexto é de estagnação econômica, reforçada pelos efeitos da pandemia, e depois ainda sob inflação e elevação da taxa de juros. Porém, o crédito à pessoa física em relação ao PIB não caiu, manteve-se praticamente estável de 2017 a 2018 e assumiu uma trajetória de crescimento a partir do final de 2018, crescendo de 13,6%, em dezembro de 2018, para 17,8%, em abril de 2022. Concomitantemente, expandiu o endividamento e o comprometimento da renda das famílias com as dívidas.

Em meio a esse processo, o crédito para financiar o novo consumo (veículos e outros bens) perdeu dinamismo e, ao que tudo indica, cresceu o crédito para financiar gastos correntes de sobrevivência. De fato, em 2021 verifica-se o crescimento da participação dos créditos de maior custo para o devedor (SARNO, 2022), com o cartão de crédito rotativo sendo a modalidade



de crédito livre à pessoa física que tem tomado protagonismo nesse processo. Mas essa é também a modalidade que apresenta a maior taxa de inadimplência.

Nessas condições, muitos indagam quais os limites desse processo de endividamento, seja para as famílias, que veem sua renda cada vez mais comprometida com dívidas, seja para os ofertantes de crédito, que diante de uma maior inadimplência, poderiam restringir a oferta de crédito.

Em junho e agosto deste ano foram tomadas medidas de vulto, que visaram impulsionar o crédito consignado, principal modalidade do segmento de crédito livre à pessoa física. Ao nosso ver, é difícil que não tragam repercussões importantes para como se comportará o segmento de crédito livre daqui para frente. Isso é o que pretendemos discutir ao longo desse artigo.

O Endividamento e o comprometimento da renda das famílias – 2005-2022

O indicador de endividamento das famílias elaborado pelo BCB refere-se ao saldo do crédito contraído em relação à renda que foi auferida nos últimos 12 meses. Esse indicador tem se demonstrado adequado para acompanhar qual a tendência de contração de dívidas por parte das pessoas físicas em relação aos recursos que tiveram disponível ao longo do tempo. Observando o comportamento desse indicador desde 2005, identifica-se até o presente momento que o endividamento das famílias apresentou quatro fases diferentes.

Primeiramente, analisando o indicador de endividamento das famílias sem o saldo do crédito habitacional (Gráfico 1), que é, portanto, fortemente determinado pelo comportamento do saldo do crédito livre, observamos a existência das seguintes quatro fases: crescimento (2005-10), estabilidade (2011-12), queda (2013-17) e

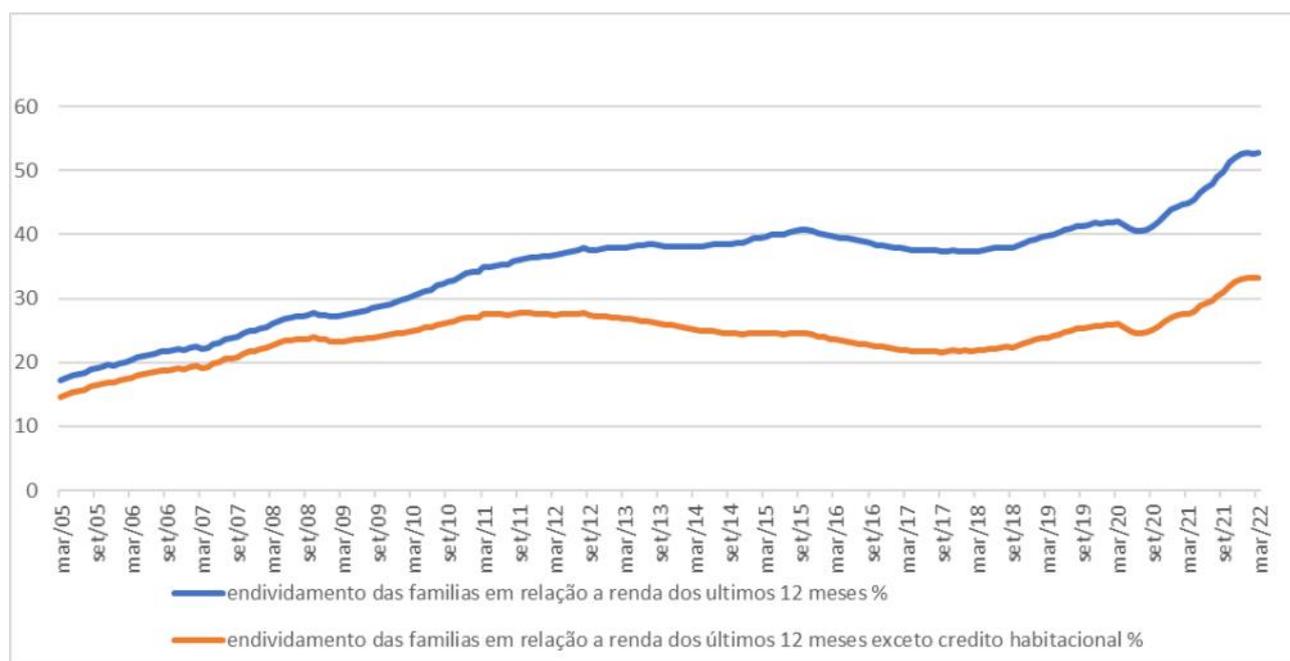
expansão (2018-22). Na primeira fase, mesmo num contexto de expansão da renda, o endividamento das famílias praticamente dobrou, crescendo de 14,5 % em março de 2005, para cerca de 27% em início de 2011. Nos anos de 2011 e 2012, o indicador estabilizou-se em torno desse último valor, começou a cair em 2013 e atingiu 22% em 2017. Desde 2018, porém, o endividamento das famílias começa uma trajetória de crescimento ininterrupta, agora num contexto de queda da renda, atingindo cerca de 32% em março de 2022, o maior valor da série.

O Gráfico 1 apresenta também o endividamento das famílias incluindo o saldo do crédito habitacional e demonstra que esse indicador faz uma trajetória similar ao anterior, sendo que a fase de crescimento é mais significativa e mais extensa no tempo, refletindo o dinamismo que o crédito habitacional apresentou no período. Verifica-se uma primeira fase quando o endividamento cresceu de 15%, em março de 2005, para em torno de 41%, em outubro de 2015, o valor mais alto até então. A partir desse ponto, tem-se uma segunda fase, quando o endividamento caiu até 37%, em 2017. A partir mais claramente de 2018, iniciou-se uma terceira fase que demonstra uma trajetória evidente de crescimento, atinge 53% em março de 2022, o ponto mais alto da série, considerando a última informação disponível.

O indicador de comprometimento da renda das famílias com o serviço das dívidas divulgado pelo BCB permite dimensionar o peso dos pagamentos decorrentes da contração de dívidas na forma de juros e amortizações no orçamento corrente das famílias.

É possível verificar que a primeira fase de crescimento do endividamento das famílias no Brasil foi acompanhada pelo aumento do comprometimento da renda mensal das famílias com o pagamento da dívida. Dessa forma, em



Gráfico 1 - Endividamento das famílias em relação a renda dos últimos 12 meses % - março de 2005 a abril de 2022

Fonte: Séries temporais BCB

que pese o aumento de renda e do emprego formal neste período, a velocidade, volume e as condições de contratação das dívidas no setor financeiro fizeram com que o comprometimento da renda das famílias com os juros e amortizações crescesse em relação a sua renda corrente.

O Gráfico 2 mostra o indicador de comprometimento da renda mensal com juros e amortizações, excluído os pagamentos relativos ao crédito habitacional, que apresenta tendência clara de crescimento na primeira fase de expansão do endividamento: cresceu de 17% em 2005 para 24% em 2011. Entre 2011 e 2017 o indicador variou entre 22% e 24%, sem uma tendência mais evidente, apresentando valores mais altos em alguns períodos, como no auge da recessão (em 2015), quando o endividamento começa a crescer (2019), e no início da pandemia (março de 2020).

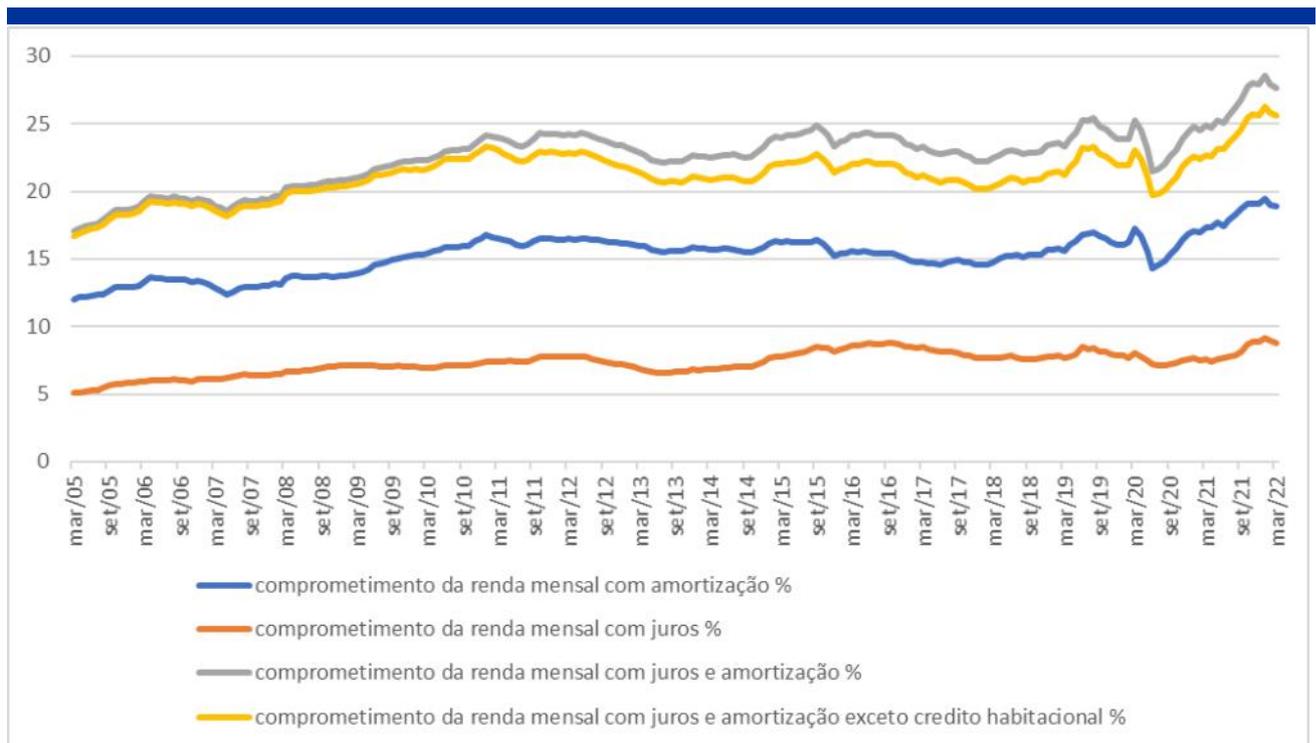
A partir de 2019, parece não haver uma tendência clara, mas calculando-se a média anual já é possível verificar um certo crescimento entre 2018 e 2019, de 20,8% para 22,3%, que se reduz para 21,3% em 2020, provavelmente devido aos efeitos das medidas tomadas no auge da pandemia: a adoção extensiva de renegociações de dívidas, estimulado por novas regras adotadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN),¹ o estímulo ao crédito consignado, a fonte mais barata de crédito livre às famílias com o aumento da margem de consignação² e a redução no ritmo de endividamento, como do recurso ao crédito mais caro, propiciado pela transferência do Auxílio Emergencial.

Ao longo de 2021, com o fim ou o abrandamento dos efeitos dessas medidas, o indicador retomou uma trajetória de crescimento: a média anual é 23,8%, e, em dezembro de 2021, o indicador de

¹O CMN autorizou a reclassificação das operações de crédito renegociadas entre março e dezembro de 2020 para o nível em que estavam classificadas em fevereiro, resultando na redução das exigências de provisionamento nos balanços dessas instituições.

²A Medida Provisória 1.006, de 01 de outubro de 2020, aumentou a margem do crédito consignado de 35% para 40%, e com a Lei 14.131 de 30 de março do ano seguinte, esse limite se estende até 31/12/2021. Ademais, vale lembrar que as regras de ampliação dos limites do consignado também permitiu a concessão de carência por até 120 dias das operações celebradas antes da Lei, assim como, também, para as novas operações.



Gráfico 2 - Comprometimento da renda mensal com serviço da dívida - março de 2005 a abril de 2022

Fonte: Séries temporais BCB

comprometimento da renda chegou a 25,6%, mantendo-se em torno desse valor nos primeiros três meses de 2022³.

Com relação especificamente a participação do pagamento de juros em relação à renda das famílias, na primeira fase de 2005 a 2011, quando as taxas de juros eram mais elevadas, o componente de juros foi fator que contribuiu para o crescimento do comprometimento da renda com serviço das dívidas (Gráfico 2). Inversamente a trajetória da queda na taxa de juros desde final de 2016 até 2021, permitiu estabilizar o comportamento do comprometimento com o pagamento de juros, que assumiu trajetória mais estável em comparação a trajetória do pagamento com amortizações e retardou os efeitos da trajetória de endividamento das famílias sobre esse indicador, em especial em 2019, quando o endividamento

creceu. Já em relação ao período mais recente, a elevação rápida e persistente da taxa de juros desde 2021 é fator que tem pressionado a elevação do comprometimento das famílias com pagamentos relativos a dívidas (Gráfico2).

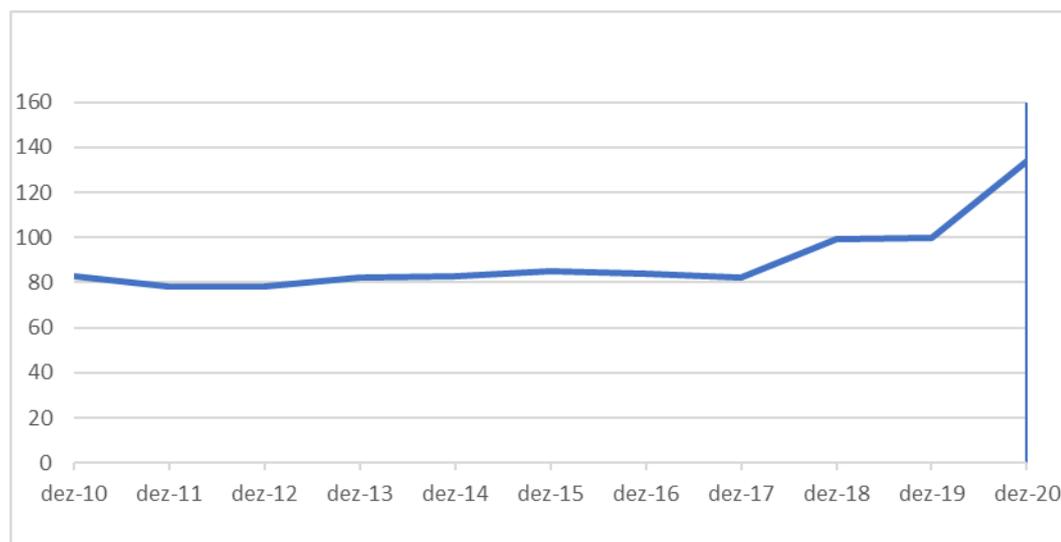
O crescente acesso ao cartão de crédito e o uso do cartão de crédito rotativo

O processo mais recente de endividamento das famílias se confunde com uma fase de grande expansão do uso do cartão de crédito. O número de cartões de crédito ativos cresceu cerca de 60% no período de 2017 a 2020, última informação disponível, atingindo um total de 134 milhões de cartões (Gráfico 3). Ao que tudo indica, após o processo de bancarização da segunda década de 2000, fortemente associado à abertura de contas na rede bancária por parcelas da população de mais baixa renda, ocorreu uma segunda onda no

³A quebra observada na curva em 2020 resulta muito provavelmente dos efeitos da nova metodologia empregada na série desse indicador que passou a considerar transferências sociais na renda disponível das famílias, e, portanto, os recursos do Auxílio Emergencial.



Gráfico 3 - Número de cartão de crédito ativos – milhões – dezembro de 2010 a dezembro de 2020



Fonte: Séries Temporais - BCB

que se refere à utilização de serviços financeiros onde o cartão de crédito foi ao menos um dos protagonistas. Tal processo, como veremos a seguir, ganha forte adesão na camada de população mais vulnerável em termos de renda, trabalho e escolaridade.

A partir dos dados da Pesquisa de Orçamento Familiar (POF) de 2008-2009 e de 2017-2018 realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE)⁴, PIRES-ALVES et al. (2020) analisam algumas informações sobre a posse de ao menos um cartão de crédito e realização de compras a prazo, que se refira à aquisição de bem ou serviço por meio de dinheiro, cheque ou cartão de crédito que tenha sido praticada por qualquer tipo de parcelamento.

De acordo com a POF, considerando a população de maiores de 14 anos, 40% declararam, em 2018, possuir ao menos um cartão de crédito, enquanto 48% declararam ter realizado compra a prazo de bens e serviços.

Quanto à como se comporta a penetração desses instrumentos conforme marcadores de

escolaridade, renda e emprego, ao longo do tempo o estudo destaca alguns aspectos importantes.

Com relação ao grau de escolaridade verificou-se que, em 2018, 13,5% dos que afirmaram não ter escolaridade e 20% dos que tinham apenas o ensino fundamental incompleto tiveram acesso ao cartão de crédito, quase o dobro do observado em 2009, cerca de 7% e 11 % respectivamente. Assim, a falta de ou a baixa de escolaridade também não foi fator impeditivo para que parcela da população tivesse acesso a cartão de crédito pelo contrário, tais grupos ampliaram ao longo do tempo o acesso e a utilização desses produtos.

Segundo o estudo, a renda é uma variável que amplia a chance de possuir cartão de crédito, mas a ausência de renda não impediu a posse de cartão e nem a realização de compra a prazo. O estudo revela que, em 2018, 20% dos que informaram não ter renda tiveram acesso a pelo menos um cartão de crédito, tendo sido esse percentual maior que o percentual observado em 2009, quando 14% desse grupo tiveram acesso.

⁴ A última POF realizada em 2017-2018 traz informações de quase 58 mil domicílios, representando em seu último levantamento 207 milhões de pessoas.



Em 2018, 33% dos que não tiveram renda efetuaram compras a prazo, enquanto em 2009 foram 43%, denotando, portanto, uma queda em 2018.⁵ Tal informação deve ser relativizada, visto que é possível que parte desse grupo consista de menores que ainda não possuem renda própria, mas também não pode ser desconsiderada, dada a participação de pessoas sem escolaridade como usuários desses produtos, como foi destacado acima.

Com relação à inserção no mercado de trabalho, a pesquisa demonstra também que cresceu a posse de cartão de crédito para o grupo dos que estão empregados no setor informal da economia de 26%, em 2009, para 36%, em 2018 - um crescimento de 38%. Tal crescimento foi maior que o crescimento da participação dos que estavam no setor formal, que foi de 46%, em 2009, para 54%, em 2018. Para os que se declararam sem ocupação 17% declararam já possuir, ao menos um cartão de crédito, em 2009, percentual que cresceu para 29% em 2018.

Tais números, para alguns analistas, poderiam demonstrar um avanço do processo de inclusão financeira. Mas antes de chegarmos a essa conclusão seria importante salientarmos que a discussão em torno do conceito de inclusão/exclusão financeira tem convergido para um conceito mais amplo no qual se procura considerar o acesso da população a produtos e instrumentos financeiros em condições de custo e qualidade compatíveis com suas necessidades (PIRES-ALVES et al., 2020).

No entanto, num contexto de profunda deterioração da situação do mercado de trabalho e das condições sociais do país, o aumento significativo do acesso ao cartão de crédito à população de mais baixa renda acarretou, como

veremos a seguir, uma elevação do uso na forma de crédito rotativo.

As modalidades de crédito rotativo em geral englobam o cartão de crédito rotativo e o cheque especial e costumam ser veiculadas a uma demanda mais emergencial. O crédito vinculado ao cartão de crédito chamado rotativo engloba o caso em que o usuário não paga o total da fatura na data do vencimento. O saldo emprestado em abril de 2022 resultava em R\$ 62,5 bilhões, e tem se destacado, juntamente com o cheque especial, como o crédito mais caro do mercado. Ao longo do ano de 2020, para o último dado disponível, o número de pessoas que tiveram créditos nessa modalidade variou de 38 milhões a 34 milhões de pessoas (em número de pessoas essa modalidade perde somente para o cartão de crédito à vista, que variou de 62 a 57 milhões de pessoas) (BCB, 2021).

Os dados para 2017, apresentados em relatório do Banco Central, já permitiam demonstrar que o cartão de crédito rotativo era utilizado por usuários na faixa salarial de até 2 salários-mínimos, sendo praticamente irrisório o número de usuários que utilizam essa modalidade nas demais faixas. O volume emprestado foi relativamente significativo, em especial para os usuários que se encontram na faixa de 1 a 2 salários-mínimos, quando comparado às demais formas de endividamento desse grupo (BCB, 2018, p.33).

Ademais, verifica-se que, considerando o crédito com cartão de crédito total, a participação na utilização do crédito rotativo não regular, que historicamente respondia pelas taxas mais altas dessa modalidade⁶, era maior entre os usuários que se encontravam em situações mais precárias no mercado de trabalho, por exemplo, que foram

⁵ Esse comportamento está de acordo com a trajetória de certa contração do endividamento no período, que será revertida em 2019, ano em que crescem os indicadores de crédito concedidos às famílias.

⁶ Por exemplo, em abril de 2018, a taxa de juros do rotativo não regular era de 396,9% a.a. e do regular 238,7% a.a. Dados Banco Central: séries temporais.



demitidos ou recebiam bolsa família (BCB, 2018C).

No caso do cheque especial, também considerado um crédito rotativo, dados do BCB apontam que, em 2018, cerca de 44%, ou seja, praticamente a metade dos usuários possuíam renda até dois salários-mínimos. Adicionalmente, verifica-se um elevado nível de recorrência desses créditos: cerca de 50% usaram em 6 meses do ano e aproximadamente 20% dos usuários usaram esses créditos em todos os meses do ano (BCB, 2019).

Durante a pandemia, o comportamento das concessões da modalidade de cartão de crédito rotativo reflete bastante os efeitos das transferências de recursos por conta do Auxílio Emergencial que se direcionou para os beneficiários do Programa Bolsa Família, os Inscritos no Cadastro Único (CadÚnico) e os trabalhadores informais. Nas fases em que os recursos transferidos foram mais significativos e de maior abrangência houve redução da demanda por essa modalidade e o inverso ocorreu nas fases de decréscimo e de suspensão desses recursos (Sarno, 2022). Tal movimento pode ser, assim, um demonstrativo do elevado grau a que se chegou de utilização dessa modalidade na parcela mais vulnerável da população⁷.

Conforme demonstra o Gráfico 4, o valor das concessões de crédito do segmento do cartão de crédito rotativo a preços constantes apresentou queda entre abril e agosto de 2020, período de

liberação dos recursos relativos à primeira fase do auxílio emergencial de cinco parcelas de R\$600 e R\$1.200 (para mulheres chefes de família sem cônjuge) à 67,9 milhões de pessoas. A partir de setembro de 2020 pagou-se mais quatro parcelas de metade do valor R\$300 e R\$600 (para mulheres chefes de família sem cônjuge) quando já foi possível verificar uma trajetória de crescimento das concessões do cartão de crédito rotativo, que vigorou até o fim do primeiro ano de pandemia. O programa foi retomado em abril de 2021 e encerrado em outubro, mas os valores foram reduzidos à metade e a abrangência foi nessa fase bem menor, sendo 39,2 milhões de pessoas beneficiadas. Por conseguinte, as concessões do cartão de crédito rotativo apresentam taxas positivas e crescentes já ao longo do segundo semestre de 2021.

Em suma, a experiência recente demonstra que, o crédito mais caro do mercado está sendo utilizado largamente pela população de mais baixa renda para atender gastos de subsistência, elevando o comprometimento da renda dessas famílias com o pagamento do serviço das dívidas, e, inevitavelmente, como veremos, levando ao aumento do nível de inadimplência.

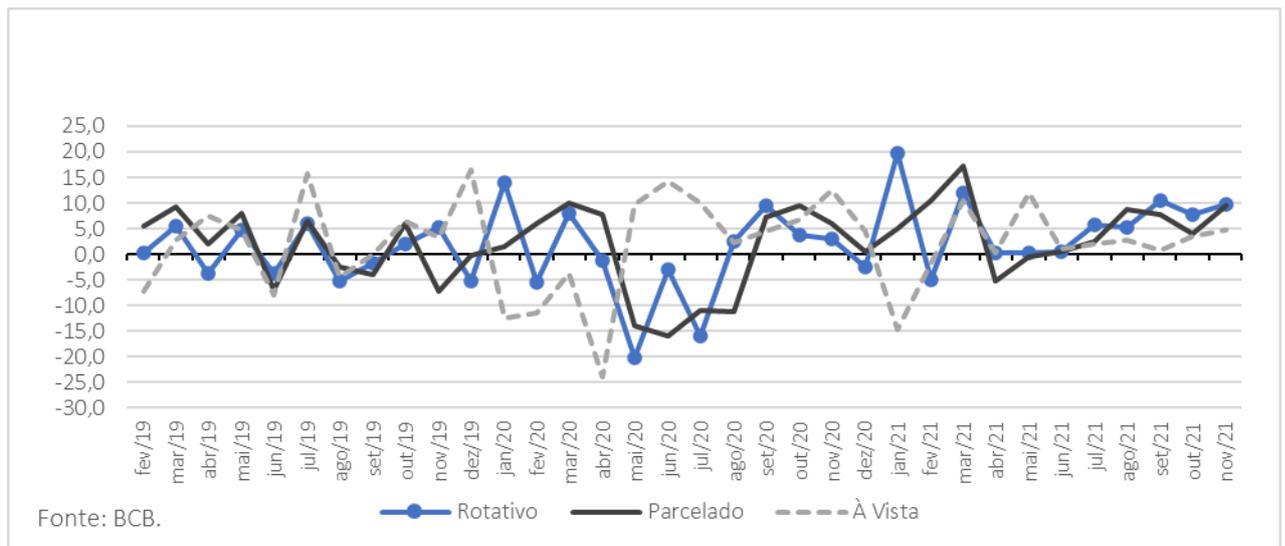
A Inadimplência do crédito livre à pessoa física

O indicador de inadimplência medido pelo BCB calcula a razão entre o montante de créditos com atrasos superiores a 90 dias e o total saldo dos

⁷ Quando se trata da oferta para a população mais vulnerável, torna-se ainda mais sensíveis alguns temas relacionados a como as instituições ofertantes de crédito acessam o público. O Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor – IDEC (2019) identificou, após avaliar o teor de mensagens publicitárias de um conjunto representativo de instituições, uma ausência de informações acerca dos riscos, juros e prazos dessas operações, que seriam fundamentais para a tomada de decisão, bem como sua apresentação ou formatação inadequada para a avaliação do tomador (utilização de letras pequenas ou explicações em notas de rodapé). Destacam-se, também, os efeitos de uma série de práticas encontradas nos canais de comunicação que incentivam à contratação de crédito por impulso ou a banalização da oferta de crédito por meio de publicidade que veicula o crédito fácil e sem burocracia e a possibilidade de “realização de sonhos”. Nesse contexto, a aprovação da chamada Lei do superendividamento, em 2021, frustrou, em grande medida, as expectativas do que poderia ser, enfim, a introdução no Código do Consumidor de mecanismos básicos de proteção legal em favor dos usuários de crédito no Brasil, cujos objetivos eram prevenir e tratar as condições de superendividamento. Sua aprovação se deu com a retirada de pontos essenciais que constavam do projeto original, por exemplo, a determinação de garantia de manutenção do percentual mínimo de subsistência do devedor nas renegociações das dívidas e a proibição de expressões que possam ser



Gráfico 4 - Concessões das modalidades de cartão de crédito - taxa mensal de crescimento a preços constantes (base nov2021=100) - 2019-21



Fonte: Séries Temporais - BCB. Elaboração própria

créditos existentes no período e é uma das medidas mais utilizadas para acompanhar a falta de cumprimento das obrigações para com as instituições financeiras por parte das famílias.

Na primeira fase de 2005-2011, em que pese a elevação no comprometimento da renda das famílias com o serviço das dívidas contraídas, que acompanhou o processo de crescimento do endividamento, o nível de inadimplência total demonstrou resiliência. Isto pode ser explicado justamente pelo processo de recuperação da renda e aumento do emprego formal vivenciado no período que tornou possível as famílias fazerem jus a esses pagamentos, mesmo com maior comprometimento da renda com dívidas.

Nesse caso, o aumento no peso dos pagamentos relativos às dívidas no orçamento das famílias demonstrou uma transferência da renda das famílias em favor das instituições financeiras. Como já ressaltado, os juros elevados vivenciados no período de crescimento do endividamento foram fator importante nesse processo.

Porém, a explicação reside também no enorme crescimento da participação no saldo total do

crédito livre à pessoa física de modalidades que têm por definição baixa inadimplência, em especial, o consignado, cujos pagamentos são diretamente descontados na folha de pagamento dos salários ou dos benefícios e que, naturalmente, tende a reduzir bastante a inadimplência total da carteira.

De acordo com o indicador divulgado pelo BCB, alterações no nível de inadimplência da pessoa física somente podem ser detectados no período mais recente com a pandemia, que encontra uma economia estagnada, com deterioração de vários dos seus indicadores sociais – queda da renda, informalização e desemprego – e, ao final, inflação de produtos básicos, e já em retomada do processo de endividamento desde 2019. Assim, nos encontramos numa fase bem distinta na qual o endividamento crescente e com maior comprometimento da renda se dá num contexto de queda da renda, somado, ainda, a elevação da taxa de juros.

Mas mesmo nesse período, o Gráfico 5 mostra que a inadimplência total do crédito livre à pessoa física medida pelo indicador do BCB não demonstra grande alteração. É somente quando



analisamos o comportamento por modalidades de crédito que podemos detectar uma elevação nos anos recentes para alguns segmentos: cartão de crédito rotativo e crédito pessoal sem consignação vinculado a composição de dívidas.

Estruturalmente há uma diferença significativa desse indicador conforme o tipo de crédito. Como já ressaltado, o consignado tem por definição baixa inadimplência e é a principal modalidade do segmento do crédito livre, representando desde 2015 em torno de 40% do saldo total deste segmento. Após sua criação, verificou-se uma primeira fase de forte crescimento dos saldos dessa modalidade, posteriormente sua participação permaneceu elevada e, sofreu, ainda, uma elevação durante o primeiro período da pandemia, com a expansão da margem consignável. Sendo assim, naturalmente, essa modalidade tem contribuído decisivamente para reduzir a inadimplência total da carteira.

Esse é um dos fatores que pode nos ajudar a compreender também por que o aumento do comprometimento da renda não é acompanhado de maneira imediata e evidente por um aumento da inadimplência, nem mesmo num contexto de queda da renda e do emprego.

No entanto, importante frisar, que ainda que possua baixa inadimplência, o crédito consignado não deixa de ter repercussões preocupantes na vida financeira das famílias. Tendo em vista que podem justamente elevar o comprometimento da renda das famílias até o limite da margem de consignação, reduzindo significativamente os recursos que dispõem para sua sobrevivência durante um longo período, dado os prazos extensos desses empréstimos. Além disso, ao fazê-lo, expõe as famílias a recorrerem aos créditos

mais caros, e, assim a possível situação de inadimplência no futuro.

Analisando, assim, os dados de inadimplência nos anos mais recentes para as diferentes modalidades destacaram-se duas modalidades: cartão de crédito rotativo e crédito pessoal sem consignação vinculado a composição de dívidas. Ambas descrevem trajetórias evidentes de crescimento desde início de 2021 e meados de 2020, respectivamente. A inadimplência com o cheque especial também cresceu no final de 2021, mas tem sido um instrumento que perdeu importância nos últimos anos, e tem sido substituído pelo cartão de crédito rotativo⁸.

O Gráfico 5 demonstra que a inadimplência do cartão de crédito rotativo, já usualmente mais elevada que as demais, cresceu na pandemia de 34% em janeiro de 2020 para 39% em agosto de 2020. Claramente como efeito das medidas tomadas durante a pandemia, o indicador de inadimplência para essa modalidade caiu para 25% em abril de 2021, e, a partir de então, demonstrou uma tendência de crescimento, retornando, já em abril de 2022, ao patamar de cerca de 39%.

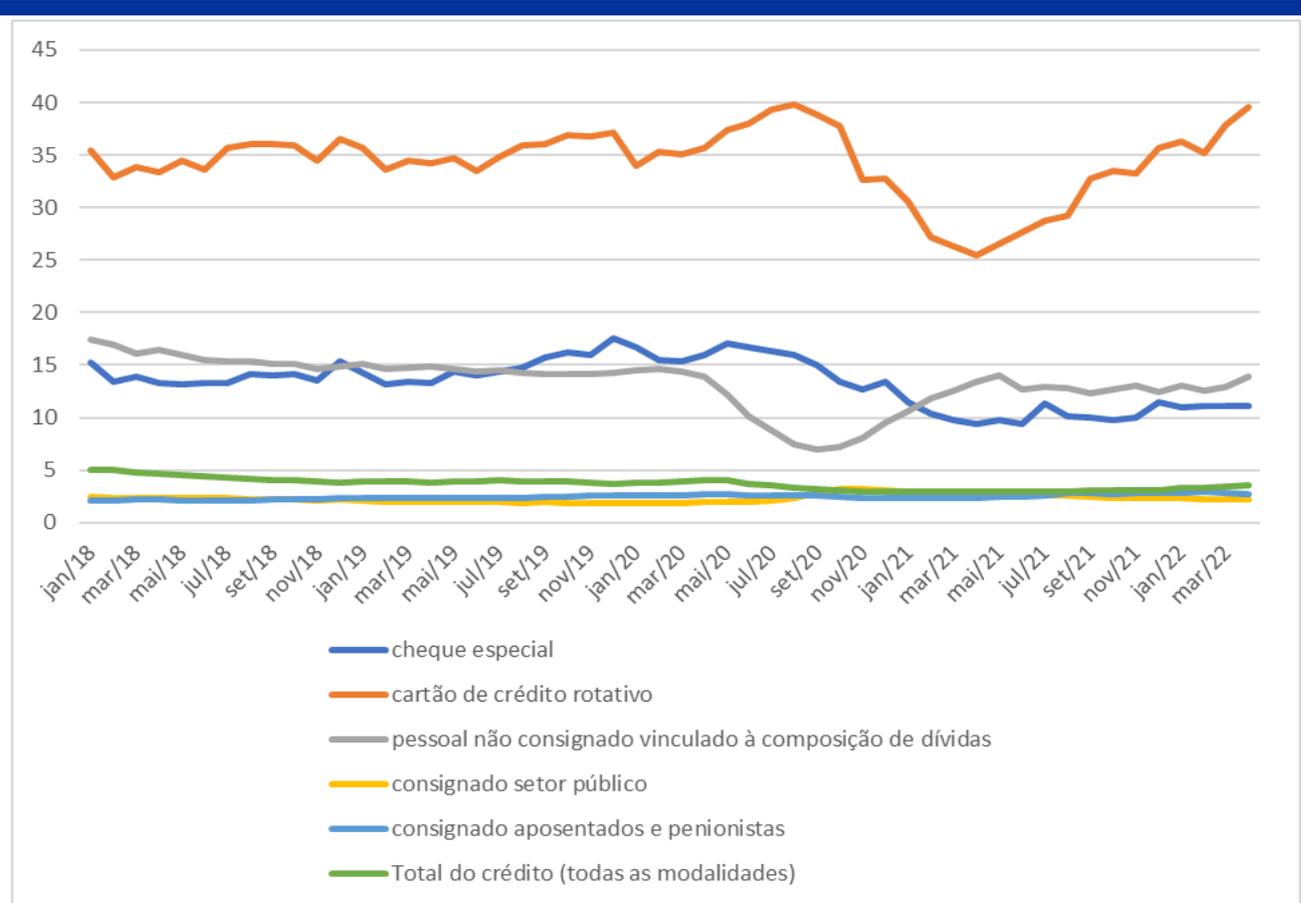
Para o crédito pessoal sem consignação vinculado à composição de dívidas, que usualmente tem um nível de inadimplência alto, variando entre 14% e 15%, mais próximo do nível encontrado para o cheque especial, observou-se uma queda da inadimplência evidente no segundo trimestre de 2020. A partir de setembro de 2020 o indicador cresce e retorna em maio de 2021 a níveis mais próximo aos anteriores a pandemia variando entre 12 e 13 %.

Essa modalidade permite a renegociação de várias operações de modalidades diversas em uma nova dívida e durante a pandemia algumas das medidas

⁸ Em dezembro de 2007 o cheque especial apresentava saldo maior que o cartão de crédito rotativo, enquanto, em abril de 2022, seu saldo correspondia a metade do apresentado pelo cartão de crédito rotativo (ver Séries temporais – BCB).



**Gráfico 5 - - Inadimplência (%) por modalidades de crédito livre PF
(janeiro de 2018 a abril de 2022)**



Fonte: Séries Temporais - BCB

adotadas pelo Banco Central estimularam muito fortemente essas negociações, visto que 26% da carteira de crédito à pessoa física foi renegociada⁹.

No entanto, pesquisa do IDEC (2019) já apontava que o crédito pessoal sem consignação vinculado a composição de dívidas não costumava prover ao devedor condições efetivas de pagamento das parcelas da dívida renegociada e se caracterizava por um alto nível de inadimplência, perdendo somente para o cartão de crédito rotativo. Tal fato se confirmou quando, logo após um crescimento dos saldos desta modalidade, estimulado pelas medidas, ocorreu uma redução da inadimplência que, no entanto, voltou a subir já na segunda metade de 2020 (Gráfico 5).

Perspectivas

É compreensível que a enorme massificação do acesso ao cartão de crédito em tempos de desemprego, precarização no mercado de trabalho e queda na renda, fortemente acentuados com a pandemia, e ainda o aumento generalizado dos preços de produtos básicos, resultou em expansão do uso do cartão de crédito rotativo por parcela da população vulnerável que não encontra outra forma de fazer frente aos seus gastos de subsistência.

A depender do quadro social, as pressões nesse sentido continuarão.

Do ponto de vista das instituições financeiras, o aumento da inadimplência eleva as exigências na forma de provisões para devedores duvidosos,

⁹ Ver BCB, 2020, p.19.



implicando custos e redução dos seus resultados, o que poderia acarretar um estímulo para que restringissem a oferta de crédito para esse grupo.

Nesse ponto, importante destacar algumas das mudanças sancionadas pelo Governo, por meio das Medidas Provisórias no 1.106, de junho de 2022, e nº 1.132, de agosto de 2022, que alteraram algumas das condições nas quais instituições financeiras poderão administrar sua carteira de crédito livre à pessoa física daqui para frente. Dentre essas medidas, destacamos:

- elevação de 35% para 40% do percentual máximo para contratação de serviço de empréstimo consignado pelos servidores federais e estabelece, ainda, que 5% dessa margem sejam reservados, exclusivamente, para a amortização de despesas contraídas por meio de cartão de crédito (antes a margem total era de 35%, sendo 5% para amortizações com cartão de crédito consignado);
- ampliação da margem do crédito consignado para os aposentados do regime geral de previdência de 40% para o valor correspondente a 45% do valor do benefício, sendo que tal ampliação diz respeito exclusivamente ao uso do cartão de crédito consignado;
- autorização para a concessão de empréstimo consignado aos beneficiários de programas federais de transferência de renda, leia-se Programa Auxílio Brasil, que substituiu o Programa Bolsa Família, e para os idosos e deficientes de baixa renda que ganham o Benefício de Prestação Continuada até o limite de 40% do valor do benefício.

Ao nosso ver, autorizar a ampliação do limite para a concessão de crédito consignado aos servidores públicos provavelmente permitirá expandir a carteira das instituições financeiras nessa modalidade e contribuirá para manter níveis aceitáveis de inadimplência para o total da carteira de crédito livre às pessoas físicas. Isto porque, como vimos, essa é a modalidade que apresenta menor nível de inadimplência.

No caso dos aposentados o limite expandido foi para o cartão de crédito consignado, que se diferencia do cartão de crédito rotativo tradicional por implicar no desconto automático do valor mínimo da fatura na folha de pagamento do benefício dos aposentados. Tal medida deverá contribuir para elevar o uso desse tipo de cartão de crédito e reduzir o nível de inadimplência da modalidade de cartão de crédito rotativo, que, como acima ressaltado, vinha subindo.

Por outro lado, a concessão de crédito aos beneficiários de programas sociais vai permitir expandir a carteira de consignados para um novo público, e, também, a margem de rentabilidade dessa carteira. Isto porque, como a medida não previu limite a cobrança de juros,¹⁰ os juros que serão cobrados deverão ser bem mais altos do que os demais créditos consignados. Segundo levantamento veiculado na imprensa realizado junto às instituições financeiras que estão fazendo o pré-cadastro dos interessados os juros cobrados deverão estar em torno de 80%.¹¹ Se for isso, temos um percentual bem acima do que tem sido cobrado aos servidores públicos, por exemplo, cuja média anual está em torno de 27%. Em suma, as instituições financeiras obterão, nesse caso, uma combinação de baixa inadimplência e alta rentabilidade.

¹⁰ Vale lembrar que para os aposentados, por exemplo, com o objetivo de impedir abusos, o Conselho Nacional de Previdência Social definiu teto para os juros do consignado, hoje em 2,4% ao mês.

¹¹ https://oglobo.globo.com/economia/noticia/2022/08/auxilio-brasil-emprestimo-consignado-multiplica-efeito-eleitoral-do-beneficio-dando-ate-r-2600-a-familias.ghtml?utm_source=globo.com&utm_medium=oglobo; Consignado no Auxílio Brasil é péssima ideia | Opinião | Valor Econômico (globo.com)



Ao contrário, do ponto de vista das famílias, as perspectivas não são promissoras. Para as famílias cujo endividamento já está próximo aos limites de margem que estavam em vigor, em geral o caso de muitos aposentados do INSS,¹² o uso de mais empréstimo consignado, agora possível com a nova margem, deverá trazer um maior comprometimento de sua renda com o pagamento do serviço das dívidas, e é provável que tenham que recorrer ao cartão de crédito tradicional no rotativo.

Com relação ao uso do consignado pelos beneficiários dos programas sociais, após um alívio inicial às condições de vida dessa parcela da população, a medida deverá acarretar um comprometimento crucial do valor do seu tão necessário benefício, que se estenderá no tempo. É provável que, num segundo momento, essas famílias venham a linhas de crédito mais caras, e, eventualmente, ao cartão de crédito rotativo.

Conclusão

O artigo analisa as diferentes fases do crédito às famílias por meio dos indicadores de endividamento, comprometimento da renda e inadimplência e destaca que, desde 2018-2019, vivencia-se uma segunda fase de crescimento do endividamento e do comprometimento da renda. Este processo é acompanhado, a partir da pandemia, pela elevação da inadimplência em algumas modalidades, em especial no cartão de crédito rotativo.

O artigo conclui que mesmo diante de fatores que poderiam desestimular a expansão do crédito pelo lado da demanda e pelo lado oferta de crédito, como a elevação do comprometimento da renda das famílias com as dívidas e o crescimento da inadimplência, as medidas voltadas ao estímulo ao crédito consignado,

aprovadas em junho e agosto últimos, trarão condições para que ocorra, de um lado, um aprofundamento ainda maior do endividamento das famílias, e do outro, a acomodação dos requisitos de segurança e rentabilidade na carteira de crédito das instituições financeiras voltada às pessoas físicas.

Assim vai se dando o ciclo contínuo do uso do crédito. O endividamento e o superendividamento das famílias vão tomando, no Brasil, um lugar de destaque dentre os indicadores utilizados para descrever a situação de degradação econômica e social do país. Cada vez ficamos mais longe do crédito ao novo consumo que trouxe dinamismo a economia num passado não tão distante.

Bibliografia

BCB. Relatório de Cidadania Financeira. Brasília: BCB, 2018a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/Nor/releidfin/index.html>

BCB. Estudos Especiais do Banco Central. Brasília: BCB, No 08, 2018b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/estudosespeciais>.

BCB. Estudos Especiais do Banco Central. Brasília: BCB, No 09. 2018c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/estudosespeciais>

BCB. Estudos Especiais do Banco Central. Brasília: BCB, No 44, 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/estudosespeciais>

BCB. Relatório de Economia Bancária, 2020. Disponível em: Relatório de Economia Bancária (bcb.gov.br)

¹² Ver boxe 1, BCB (2020).



- BCB. Relatório de Cidadania Financeira. Brasília: BCB, 2021. Disponível em: [Relatorio_de_Cidadania_Financeira_2021.pdf](http://relatorio_de_cidadania_financeira_2021.pdf) (bcb.gov.br)
- BORÇA JR, G. & GUIMARÃES, D. Impacto do ciclo expansionista de crédito à pessoa física no desempenho da economia brasileira 2004-2013. Revista do BNDES 43, junho de 2015.
- CARNEIRO, R. , (2017) “Navegando a contravento: uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do governo Dilma Rousseff”. Texto para Discussão, IE/Unicamp, 289, mar. 2017.
- GENTIL, D. e BRUNO, M. “Endividamento das famílias e expropriação salarial no Brasil: o motor da acumulação financeira na pandemia e além”. TD 036|2021 (IE/UFRJ), outubro de 2021.
- IDEC - Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor. Pesquisa de Publicidade de Crédito, São Paulo, Novembro de 2019. Disponível em: [relatório-estudo-publicidade-de-credito.pdf](http://relatorio-estudo-publicidade-de-credito.pdf) (guiadosbancosresponsaveis.org.br)
- LAVINAS, L. BRESSAN, L. RUBI, P. Brasil: como as políticas de enfrentamento da pandemia inauguraram um novo ciclo de endividamento família. in O Brasil no inferno global [recurso eletrônico] : capitalismo e democracia fora dos trilhos / Organizadores: Singer. A, Araujo C., Rugitsky F. -- São Paulo: FFLCH/USP, 2022. Disponível em: Versão pdf do arquivo [Miolo_O_Brasil_no_inferno_Global__13_05_2022___online_.pdf](http://miolo_o_brasil_no_inferno_global__13_05_2022___online_.pdf) usp.br)
- LIMA, P.H. M. Crédito para consumo no Brasil (2003-2018). Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia, 2018.
- MEDEIROS, C. A. Inserção Externa, Crescimento e Padrões de Consumo na Economia Brasileira, IPEA, 2015.
- PAIM, B. Perfil da dívida das famílias e o Sistema Financeiro Nacional. In Indicadores Econômicos. FEE. Porto Alegre, V.42, n. 4, p. 9-24, 2015.
- PAULA, L. F., MODENESI, A. D. M., & PIRES, M. C. C. (2015). “The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: A case of (Keynesian) policy coordination?” *Journal of Post Keynesian Economics*, 37(3), 408-435.
- PIRES-ALVES, C.C, PONDÉ, J. I., PRADO, L.C.D., BARBOSA, G.H.C. Inclusão Financeira – Conceituação, relação com características observadas e o perfil dos excluídos no Brasil. Instituto Propague e o GDEC, 2020.
- SANTANNA, D. The history of consumer credit in Brazil: from the developmentalist era to Lula. *International Journal of Political Economy*, V.49, No 3, 203-221, 2020.
- SERRANO, F., & SUMMA, R. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. Center for Economic and Policy Research, 2015.
- SARNO, P. Desafios de 2021 levam as famílias a recorrerem a créditos de pior qualidade. In Martins, N.M. et al (org.). Retrospectiva do Sistema Financeiro 2021. Observatório do Sistema Financeiro, Rio de Janeiro, 2022. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.13140/RG.2.2.31145.26725>.



POLÍTICAS DE CRÉDITO ADOTADAS PELO BRASIL NAS CRISES DE 2008 E 2020: UMA COMPARAÇÃO

Thiago Antonioli

Doutorando da UFF e pesquisador FINDE/UFF

ÍNDICE

A atuação dos bancos centrais na Crise Financeira Global e o caso brasileiro

Uma das primeiras consequências da crise financeira global foi a restrição de crédito. O contágio dos diversos setores do mercado financeiro aumentou a percepção de risco dos bancos, uma vez que boa parte dos seus ganhos advinham de aplicações nesses setores.

Em geral, houve uma intensa fuga de mercados específicos, o que gerou a queda do valor dos ativos nesses mercados (vide o mercado imobiliário americano, ponto de origem da crise). Ao passo que a crise foi se espalhando por outros setores, houve um efeito cascata no valor dos ativos financeiros e, por consequência, no valor dos ativos das principais instituições financeiras. Essas, por sua vez, já apresentavam altos índices de alavancagem, portanto, a erosão do valor de seus ativos elevou sobremaneira os riscos de insolvência e bancarrota, inclusive entre as principais instituições financeiras internacionais. Temos, como exemplo, a falência do Lehman Brothers em 15 setembro de 2008, então quarto maior banco de investimentos americano. Os três primeiros (Goldman Sachs, Morgan Stanley e Merrill Lynch) não tiveram o mesmo destino, beneficiados por volumosos pacotes de resgate do Federal Reserve (Fed). (Assim como a AIG, maior seguradora do mundo).

Os pacotes de resgate às instituições financeiras foram uma das políticas executadas pelo Fed durante a crise, as quais, podemos dividir em três

grupos: empréstimos diretos a instituições financeiras; provisão de liquidez em mercados de créditos específicos; e compra de títulos públicos e privados. As atividades do primeiro grupo estão relacionadas à atividade clássica dos bancos centrais de funcionarem como emprestadores de última instância, contudo, as políticas que fizeram parte dos dois últimos grupos podem ser classificadas no que se denominou de credit easing (CE).

O credit easing foi uma alternativa encontrada pelo Fed para combater os efeitos da crise quando suas ferramentas convencionais haviam se esgotado, sobretudo, o instrumento da taxa básica de juros. A operacionalização do CE se baseia na administração da composição de ativos do banco central (via de regra, com expansão do balanço patrimonial) com o intuito de melhorar as condições gerais da oferta de crédito na economia, contudo, dada a especificidade da crise financeira, e do mercado americano, o CE adotado pelo Fed foi pensado para agir em segmentos específicos, em especial naqueles mais afetados pela crise.

As políticas de credit easing foram executadas por outros bancos centrais durante a crise financeira e, invariavelmente, foram adotadas após os instrumentos convencionais terem atingido o seu limite; em especial, quando as respectivas taxas básicas de juros administradas por esses bancos se aproximaram de zero. No Brasil, todavia, esse roteiro não foi seguido. Em primeiro lugar, houve



relutância em se reduzir a SELIC, o primeiro corte foi anunciado apenas em 21 de janeiro de 2009 – quatro meses após a deflagração da crise. Ademais, políticas de administração do balanço patrimonial, como as de credit easing, não foram executadas em nenhum momento pelo Banco Central do Brasil (BCB).

Apesar do alargamento do diferencial de juros em relação ao mercado internacional (taxa básica mantida no Brasil, enquanto se reduziam as taxas nos principais mercados internacionais), houve intensa fuga de capitais estrangeiros do país e, simultaneamente, redução de linhas internacionais de crédito para bancos e empresas nacionais. A combinação desses movimentos gerou a redução da oferta de crédito e a depreciação do câmbio que, conseqüentemente, elevou sobremaneira o risco de insolvência de bancos e empresas nacionais que detinham obrigações em moedas estrangeiras.

Diante desse cenário, o BCB interveio no intuito de prover liquidez em moeda nacional e estrangeira. No dia 18 de setembro (apenas três dias após a decretação de falência do Lehman Brothers), o banco anunciou que seriam feitos leilões de linha com compromisso de recompra. Com o avançar da crise e o agravamento da restrição de moedas estrangeiras, o BCB foi obrigado a adotar outras medidas, entre as quais se destacam: empréstimos em moeda estrangeira; operações de swap, e; vendas no mercado spot sem compromisso de recompra.

Em relação à restrição de crédito e liquidez em moeda nacional, o BCB iniciou, em 24 de setembro de 2008, uma série de tentativas de elevar a oferta de crédito via administração do compulsório, que se seguiram a outras medidas com o objetivo de destravar o mercado de crédito interbancário e geral. Segundo Barbosa (2010, p. 5), as intervenções do BCB liberaram um montante de aproximadamente 3,3% do PIB

apenas no último trimestre de 2008; todavia, como a SELIC se manteve elevada e os bancos, diante de um estado de incerteza, relutaram em elevar a oferta de crédito, grande parte desse montante foi absorvido pelo Banco Central via operações de mercado aberto. Foi o chamado “empoçamento de liquidez”.

A despeito do BCB ter utilizado todas as ferramentas que lhe cabiam, ele não foi capaz de estimular a oferta de crédito na medida que a economia necessitava. Há de se destacar que, por restrições legais, ele não poderia empregar políticas de credit easing semelhantes às aquelas executadas pelo Fed (as conseqüências dessa limitação podem ser vistas no Gráfico 2, que traz as mudanças nos balanços patrimoniais dos respectivos bancos). Portanto, ao compararmos as alternativas do BCB com as políticas utilizadas pelo banco central americano, citadas acima, concluímos que a única opção do BCB seria atuar como prestador de última instância via instrumentos convencionais. Todavia, diferente dos Estados Unidos, o Brasil detém uma estrutura consolidada de bancos públicos que foi usada como instrumento de política econômica durante a crise financeira e, segundo Barbosa (ibid), funcionou como prestadora de penúltima instância.

Ainda em novembro de 2008 o governo brasileiro aprovou o repasse de R\$ 15 bilhões do Tesouro Nacional (TN) para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), seu principal banco público. Contudo, é a partir de janeiro de 2009 com a edição da Medida Provisória nº 453 que viraria, em junho, a Lei nº 11.948, que concedia uma linha de crédito especial no valor de R\$ 100 bilhões (3,3% do PIB na época), que a relação entre o TN e o BNDES toma novas proporções e o Tesouro se torna a principal fonte de recursos do banco, fato que perduraria até 2018.



O governo também acionou seus dois principais bancos públicos comerciais: Banco do Brasil (BB) e Caixa Econômica Federal (CEF). Ao longo do último trimestre de 2008, foram criadas linhas especiais de crédito que liberaram mais de R\$ 20 bilhões de reais a serem administrados pelos bancos em voga. Em 2009, o Tesouro Nacional também destinou recursos ao BB e à CEF, no intuito de que eles pudessem reduzir suas taxas de juros, em especial, naqueles setores em que possuem maior presença – setor agrícola e setor imobiliário, respectivamente.

Além de estimular a redução dos juros por intermédio dos bancos públicos comerciais, o governo também reduziu a TJLP (uma taxa de juros subsidiada ofertada pelo BNDES, que tinha o objetivo de estimular o investimento de longo prazo) ao seu menor nível até então, 6% ao ano. Portanto, os bancos públicos foram utilizados, pelo governo brasileiro, como meio de reduzir as taxas de juros praticadas no mercado e, assim, tentar estimular o crédito de forma geral.

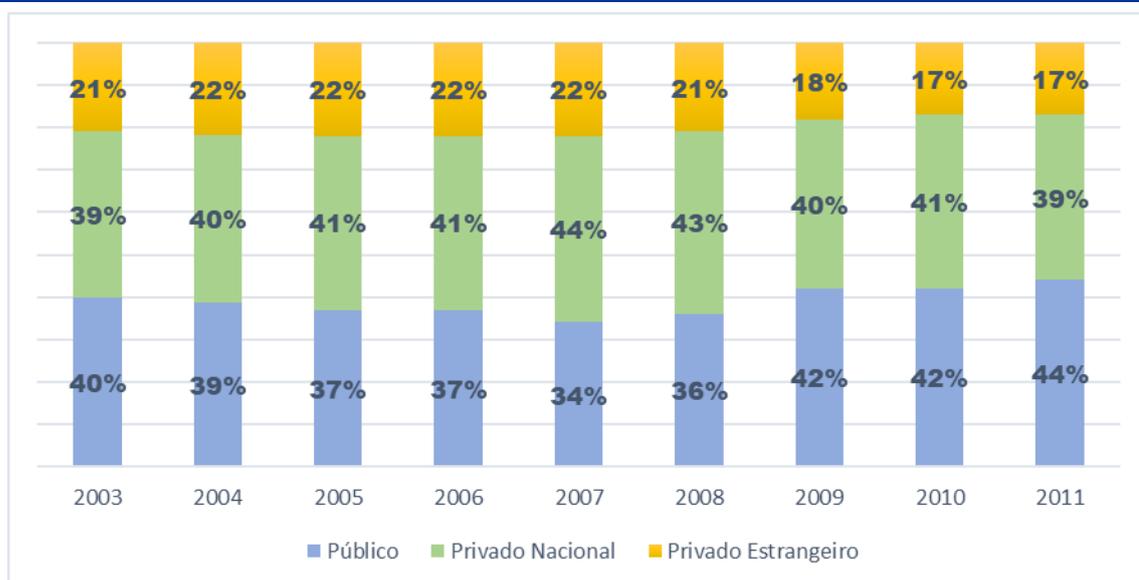
A decisão do governo de utilizar seu conjunto de bancos públicos gerou efeitos positivos no mercado de crédito. Se tomarmos o período da

crise financeira como referência (09/2008 a 07/2009), os bancos públicos aumentaram sua oferta de crédito em aproximadamente um terço, comparativamente, a oferta de crédito pelo setor privado teve acréscimo de 9,1%, no mesmo período (Barbosa, 2010, p. 6). A participação dos bancos públicos na oferta de crédito geral vinha diminuindo desde 2003, cedendo espaço principalmente para o setor privado nacional (Gráfico 1), todavia, a magnitude das ações postas em prática pelo governo durante a crise inverteu essa tendência. Apenas entre os anos de 2008 e 2009 os bancos públicos aumentaram em 6 pp. sua participação na oferta total de crédito na economia.

Políticas monetárias na crise da Covid-19

Em 2020 temos uma nova crise econômica de proporções globais, todavia, diferente do ocorrido em 2008, sua origem se deu fora do ambiente econômico. O surgimento de um vírus (novo coronavírus ou SARS-CoV-2), com alto grau de contágio e com tratamento desconhecido, ocasionou uma pandemia. Entre as principais medidas tomadas de imediato estava a decretação do distanciamento social, em outras palavras, as

Gráfico 1 – Operações de Crédito Total (Distribuição Percentual)



Fonte: BCB-DSTAT. Elaboração Própria.



pessoas deveriam se manter o quanto possível em suas respectivas residências a fim de evitar o espalhamento da doença. Como consequência, houve a interrupção ou diminuição da atividade em quase todos os setores da economia.

Como dito anteriormente, em 2008, as principais instituições financeiras internacionais apresentavam graus elevados de alavancagem e a depreciação do valor de seus respectivos ativos traduziu-se em risco para todo o sistema financeiro. Tais distúrbios no lado financeiro geraram, contrário ao que versa a hipótese da dicotomia clássica, efeitos negativos no nível da atividade econômica geral – ocasionando uma recessão na economia mundial. Em 2020, os efeitos da pandemia foram sentidos diretamente na atividade econômica, como as restrições à produção e ao comércio internacional.

A despeito de termos crises com distintas origens e forma como impactaram a atividade econômica, podemos identificar dinâmicas semelhantes quando analisamos as consequências sobre o mercado de crédito. A principal e mais imediata delas é a restrição da oferta privada de crédito, portanto, era de se esperar que as políticas adotadas pelos bancos centrais nas duas ocasiões apresentassem certas similaridades.

No contexto internacional, de fato, o roteiro seguido foi semelhante ao da crise financeira. Os bancos centrais primeiro empregaram seus instrumentos convencionais e depois, de forma mais célere, executaram políticas não convencionais, como o *credit easing*. Porém, podemos identificar dois fatores distintos em relação às políticas executadas em 2008. Primeiro, dado o relativo sucesso adquirido durante a crise financeira, houve difusão dessas políticas para outros países, inclusive para economias emergentes, tais como, Colômbia, Chile, Croácia e Romênia.

Segundo, houve também expansão na abrangência das políticas de *credit easing*. A crise

causada pela pandemia da covid-19 emergiu em um contexto no qual famílias e empresas apresentavam altos índices de endividamento, ademais, necessitavam recorrer ao crédito para financiar parte dos seus gastos correntes. Portanto, com a redução do fluxo de renda decorrente da interrupção de diferentes atividades e reforçada pela restrição da oferta de recursos pelas instituições financeiras, políticas precisaram ser adotadas para sanar as demandas de famílias e empresas. Além deles, entes subnacionais, como Estados e Municípios, também precisaram ser atendidos. Frente à necessidade de expansão dos gastos, sobretudo em saúde, e da menor capacidade de entes subnacionais emitirem dívidas, linhas especiais de crédito precisaram ser criadas, como a *Municipal Liquidity Facility* criada pelo Fed em 2020 que previa a compra de US\$ 500 bilhões em títulos de Estados, Cidades e Condados norte-americanos.

No Brasil, por outro lado, o roteiro foi distinto ao da crise financeira. A primeira diferença pode ser vista em relação ao principal instrumento do banco central, a taxa básica de juros. Em 2008, foram necessários quatro meses após o estouro da crise para que houvesse o primeiro corte na taxa SELIC; em 2020, ainda no primeiro mês da crise ela foi reduzida em 0,75 pp. Foram quatro reuniões consecutivas do COPOM com anúncio de redução da taxa básica de juros, até que se atingisse a mínima histórica de 2% aa. É importante se destacar ainda, que em 09/2008 a SELIC se encontrava no patamar de 13,75% aa., enquanto que em 03/2020, seu nível era 10 pp. inferior, ou seja, 3,75% aa. Ou seja, mesmo com o nível da taxa básica de juros consideravelmente inferior, na crise da pandemia em comparação à crise financeira, portanto, com menos espaço para manobra, o BCB acionou mais celeremente seu principal instrumento. Esse fato demonstra que houve uma evidente mudança de estratégia entre os períodos analisados.



Os bancos públicos, por outro lado, mais uma vez se mostraram cruciais para o funcionamento do mercado de crédito em períodos de crise. O conjunto de bancos públicos foi novamente acionado com o intuito elevar a liquidez e reduzir as taxas de juros praticadas no mercado de crédito, todavia, com significativas mudanças em suas respectivas formas de atuação.

O BNDES, por exemplo, anunciou em abril de 2020 um conjunto de medidas que totalizariam um aporte de R\$ 55 bilhões no mercado. Contudo, diferente do que ocorrera na crise financeira quando o banco foi o principal financiador de programas de investimentos executados pelo governo federal e o TN foi sua principal fonte de recursos- vide o aporte de R\$ 100 bilhões anunciado em 2009-, agora, suas ações se restringiram ao adiamento do pagamento de empréstimos já concedidos (R\$ 30 bilhões), repasse de fundos geridos pelo banco para o Ministério da Economia (R\$ 20 bilhões) e ampliação de crédito para micro, pequenas e médias empresas através de bancos conveniados (R\$ 5 bilhões). Portanto, apesar de funcionar com uma ferramenta anticíclica, o BNDES não teve atuação destacada na ampliação da oferta de crédito.

A Caixa Econômica Federal obteve papel de destaque durante a crise da pandemia. A de se destacar que, por conta de sua vasta capilaridade no território nacional, a CEF foi escolhida para executar os pagamentos do Auxílio Emergencial, programa de assistência criado pelo governo durante a pandemia. No mercado de crédito, especificamente, o banco anunciou a redução de suas taxas em diversos segmentos, destacadamente para o crédito imobiliário, cheque especial, cartão de crédito e consignado. A CEF foi ainda, junto com o Banco do Brasil, os dois mais importantes agentes do principal programa de fomento ao crédito executado pelo Governo Federal, o PRONAMPE (Programa

Nacional de Apoio às Microempresas e Empresas de Pequeno Porte.

Comparação das políticas de crédito adotadas no Brasil nas crises de 2008 e 2020

Não obstante as crises financeira e da pandemia da covid-19 tenham origens e dinâmicas distintas, os governos, em geral, tiveram que lidar com problemas semelhantes, como a queda da atividade econômica e aumento do desemprego. No mercado de crédito, a principal consequência foi a restrição da oferta de crédito privado. Portanto, a missão dos governos de combater as respectivas recessões causadas pelas crises em voga, passava necessariamente por estimular o aumento da oferta no mercado de crédito.

No contexto internacional, sobretudo nos países desenvolvidos, esses problemas foram atacados, nos casos, com dois tipos de políticas: i) instrumentos convencionais, em especial a redução da taxa básica de juros; ii) intervenção no mercado de crédito através de instrumentos não convencionais, como as políticas de credit easing.

No Brasil, todavia, houve distinção entre as estratégias adotadas nas duas crises. A taxa básica de juros, em geral, é o primeiro instrumento de reposta utilizado. No contexto do regime de metas de inflação (RMI), os bancos centrais ajustam suas taxas básicas com intuito de manter os níveis de inflação e de produto dentro de metas estipuladas. Desta forma, diante de cenários recessivos, *ceteris paribus*, os bancos centrais reduzem os juros a fim de estimularem a atividade econômica. Em 2008, contudo, o BCB manteve a SELIC invariável durante os primeiros quatro meses da crise financeira; por outro lado, agiu mais rápido na crise da pandemia, quando, ainda no primeiro mês, promoveu uma redução de 0,75 pp. No entanto, nos dois períodos o BCB manteve a política de redução por aproximadamente 12 meses antes retomar os aumentos da SELIC – com destaque para a crise



da pandemia, quando, para lidar com uma rápida aceleração dos índices de inflação, o banco promoveu consecutivos aumentos na taxa básica que, em um intervalo de aproximadamente um ano, superaram 11 p.p..

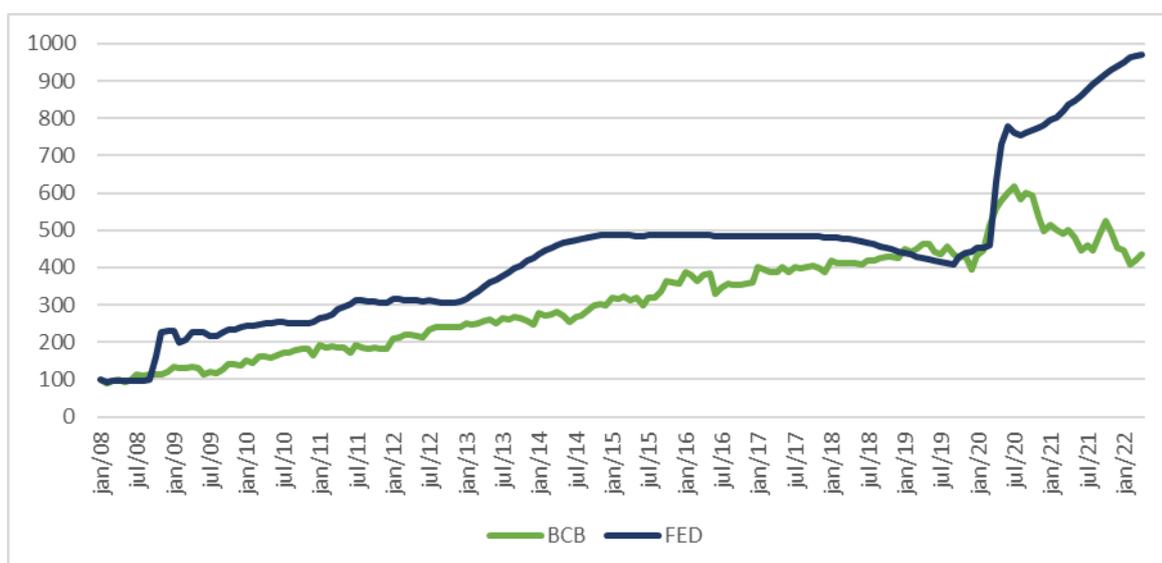
Diferente de sua posição em relação à SELIC, o BCB manteve sua estratégia quanto às políticas de credit easing, ou seja, em nenhum dos dois períodos o banco executou medidas de CE. Ao analisarmos o balanço patrimonial do BCB podemos ter uma impressão distinta, uma vez que a principal consequência da utilização de políticas de CE é o aumento do mesmo – o que ocorre com o BCB a partir de 2020 e com o Fed nas duas crises (Gráfico 2). Todavia, há de se destacar que durante a crise financeira essa tarefa era impossibilitada por condições legais, o que já não acontecia na crise da covid-19, pois, a possibilidade de compra de títulos privados em mercados secundários havia sido aprovada em abril de 2020 e regulamentada pelo BCB no mês posterior. Portanto, o fato de o Banco Central do Brasil não ter recorrido à prática de credit easing não se deveu a questões legais, mas por decisão estratégica do próprio banco. Por fim, o aumento

do passivo do BCB é consequência do crescimento do valor da Conta Única do Tesouro Nacional mantida junto ao banco.

Quando analisamos o mercado de crédito em geral, percebemos que a variação proporcional, nos 18 meses posteriores ao início da crise financeira e da covid-19, nas carteiras de crédito das instituições financeiras foi semelhante, houve aumento de 25,62% e 23,74%, respectivamente (Gráfico 3). No entanto, essa aparente semelhança pode não se manter quando analisamos as diferentes modalidades de concessão de crédito.

No Brasil, o crédito pode ser dividido em duas modalidades: crédito livre e crédito direcionado. O crédito livre é constituído pelos contratos firmados livremente entre instituições financeiras e mutuários, ou seja, as instituições financeiras têm autonomia para decidir sobre os requisitos necessários para concessão dos empréstimos e quais taxas irá praticar. O crédito direcionado, por sua vez, possui destinações e/ou taxas regulamentadas – via de regra, esta modalidade que é praticada nas políticas empregadas pelo governo. Este último ainda pode ser dividido em

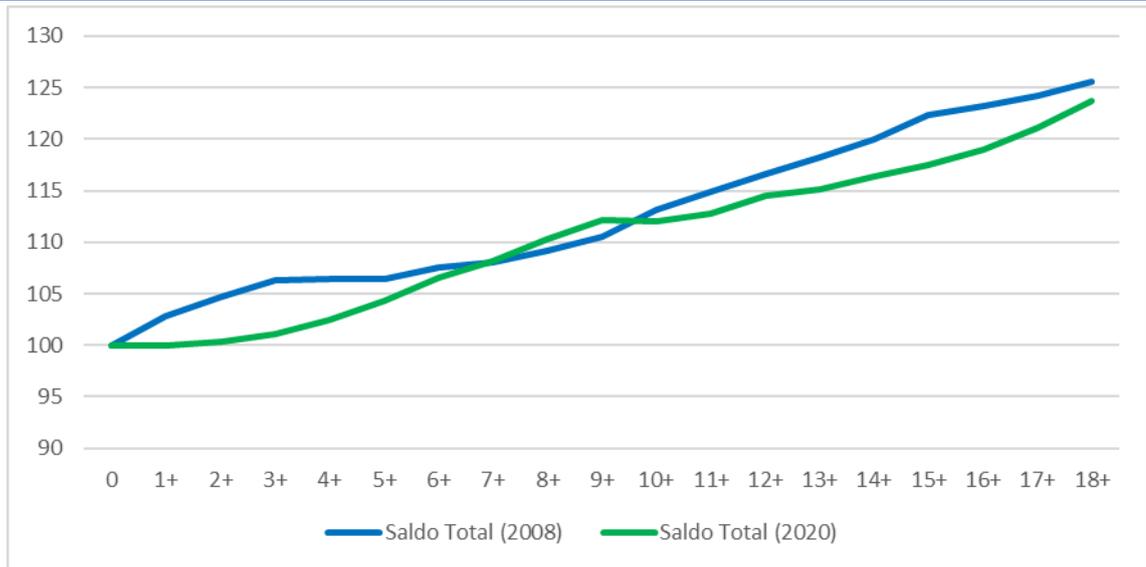
Gráfico 2 - Variação Balanço Patrimonial do BCB e do Fed (01/2008 = 100)



Fonte: BCB-DSTAT e Board of Governors of the Federal Reserve System. Elaboração Própria.



Gráfico 3 - Variação mensal dos Saldos da Carteira de Crédito Total no Brasil (09/2008 e

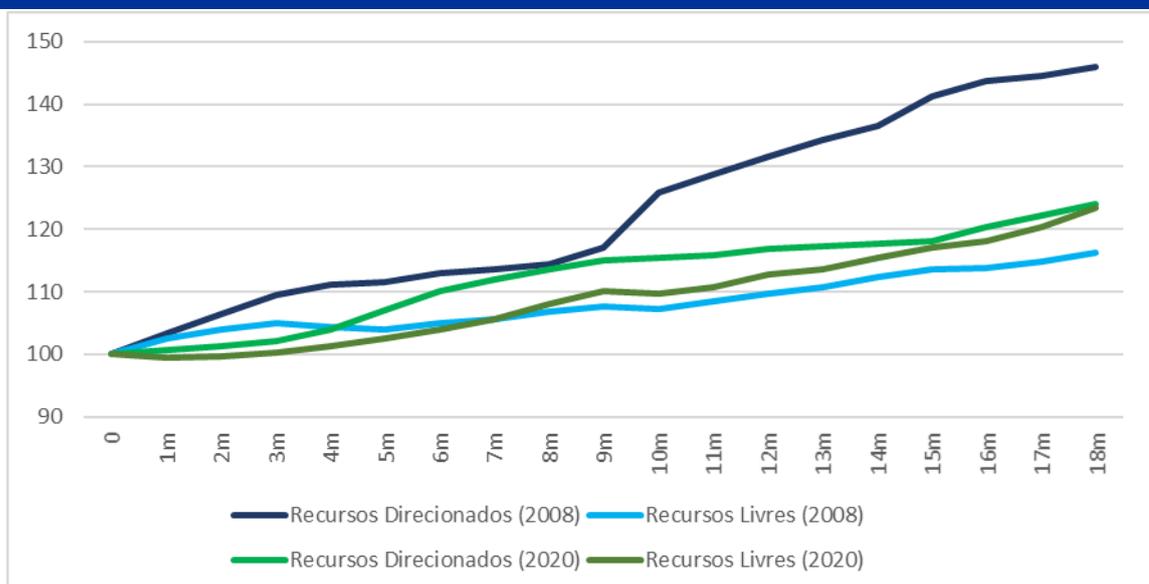


Fonte: BCB-DSTAT. Elaboração Própria.

dois tipos: a) voluntário, quando o governo disponibiliza algum subsídio para que instituições financeiras privadas e públicas possam oferecer crédito a taxas mais baixas que as normalmente seriam praticadas no mercado; b) obrigatório, são destinações mínimas dos recursos captados pelas instituições para categorias e setores impostos pelo governo.

A despeito da variação dos saldos totais das carteiras de crédito apresentarem semelhança nos dezoito meses após o início das respectivas crises, quando analisamos o comportamento dos créditos concedidos com recursos livres e direcionados podemos observar que houve diferenças evidentes entre os dois períodos (Gráfico 4).

Gráfico 4 – Variação mensal dos Saldos da Carteira de Crédito com Recursos Livres e Direcionados (09/2008 e 03/2022 = 100)



Fonte: BCB-DSTAT. Elaboração Própria.



O aumento dos saldos em carteira (10%) observado nos quatro primeiros meses após o estouro da crise financeira foi puxado pelas concessões de créditos com recursos direcionados, graças às linhas especiais de crédito que foram anunciadas ainda no último trimestre de 2008. Na crise da covid-19, o crédito direcionado apenas atinge esse patamar a partir do sétimo mês, contudo, a partir do nono mês ocorre um novo distanciamento provocado por um novo aumento das concessões no período da crise financeira, que coincide com a liberação dos primeiros R\$ 64 bilhões de reais que seriam destinados para a administração do BNDES. Após dezoito meses, a variação dos saldos da carteira de crédito direcionado foi de aproximadamente 22 pp. inferior na crise da covid-19 em comparação à crise financeira, o que denota a maior importância atribuída à concessão desse tipo de crédito na crise financeira.

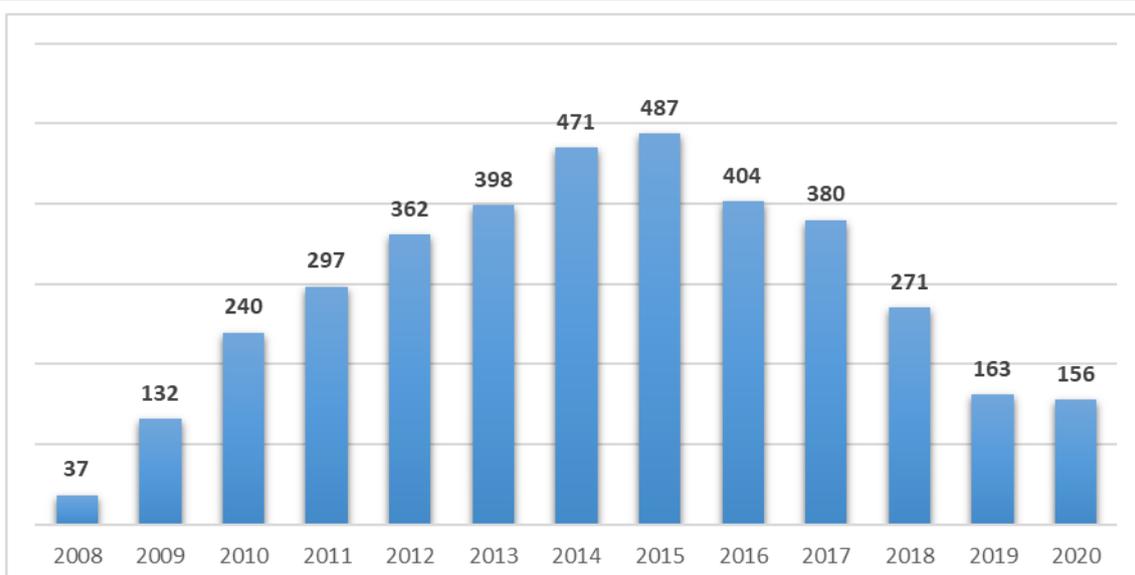
Em contrapartida, as concessões com recursos livres obtiveram melhor resposta à crise da covid-19 do que a apresentada durante a crise financeira. Excetuando-se os seis primeiros meses, os saldos das carteiras de recursos livres

apresentaram números continuamente superiores durante a crise da covid-19.

Ademais, a diferença entre as concessões com recursos livres e direcionados foi extremamente inferior durante o período que sucedeu ao início da crise da covid-19 em relação à diferença apresentada na crise financeira. Nesta, o crédito direcionado obteve variação de aproximadamente 30 pp. superior à do crédito livre, enquanto na crise da covid-19 a diferença foi de apenas 0,69 pp., também em favor do crédito direcionado.

O fato do crédito direcionado ter sido proporcionalmente inferior durante a crise da covid-19 passa pela mudança de estratégia do Governo Federal em relação aos bancos públicos, sobretudo, com o BNDES. Em 2009, o Tesouro Nacional repassou R\$ 100 bilhões de reais para serem administrados pelo banco. Dentre as destinações desses recursos destacam-se o papel que o BNDES desempenha como fomentador do investimento privado de longo prazo e principal financiador dos projetos de investimento do governo. Em 2020, por outro lado, dos R\$ 55 bilhões que o BNDES anunciou que injetaria na economia, R\$ 20 bilhões seriam repassados do

Gráfico 5 – Estoque da Dívida do BNDES com o Tesouro Nacional (em bilhões de reais)



Fonte: BNDES.



Fundo PIS-PASEP, administrado pelo BNDES, para o FGTS, a fim de reforçar este último e possibilitar os saques que foram autorizados pelo Governo Federal.

Uma possível justificativa para a redução da atuação do BNDES, na crise da pandemia em relação à crise financeira, é que o banco teria se tornado cada mais endividado com o TN, visto que este tonara-se em 2009 sua principal fonte de recursos e, ademais, essa relação poderia não ser sustentável no longo prazo. No entanto, devemos lembrar que desde 2019 o TN reduziu os aportes ao BNDES, e a sua principal fonte de recursos voltou a ser o FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador). Além disso, como podemos observar no Gráfico 5, de fato o endividamento do BNDES junto ao Tesouro Nacional se acelera a partir de 2009. Contudo, há um ponto de inflexão em 2015, quando o Banco passou a reduzir continuamente seu estoque de dívida que, em 2020, já se encontrava num patamar próximo ao de 2009.

Portanto, a redução da atuação do BNDES como instrumento de estímulo ao aumento da oferta de crédito passa mais por decisões de estratégia de política do governo do que por questões técnicas-operacionais do banco.

Considerações Finais

As duas últimas crises econômicas globais, além de causarem recessão e aumento do desemprego, impactaram negativamente na oferta de crédito. A fim de lidar com esses problemas comuns, os governos das principais economias do planeta adotaram um conjunto de medidas semelhantes que, invariavelmente, consistiam em políticas monetárias e fiscais expansionistas.

Em se tratando especificamente do mercado de crédito, as políticas empregadas se resumem em medidas convencionais (como a administração da taxa básica de juros e as taxas de compulsório e

redesconto) e medidas não convencionais (como as políticas de credit easing). Nas principais economias do mundo, os roteiros seguidos foram semelhantes nas duas crises: primeiro, foram empregados os instrumentos convencionais, e; posteriormente, recorria-se aos instrumentos não convencionais. O detalhe é que ambos foram executados pelos seus respectivos bancos centrais.

No Brasil, no entanto, a dinâmica foi distinta. Assim como em outras economias, as primeiras respostas dadas pelo BCB, no âmbito do mercado de crédito, se resumem aos instrumentos clássicos (ou convencionais) que o banco detém. Porém, após a primeira linha de resposta não ter obtido os resultados esperados, diferente de outros países que adotaram políticas de CE, o Brasil recrutou seu conjunto de bancos públicos.

Da mesma forma que as políticas não convencionais funcionaram em outros países, os bancos públicos o fizeram no Brasil; no sentido de reforçar os instrumentos convencionais empregados pelo BCB e auxiliar na melhoria das condições do mercado de crédito. Os bancos públicos (com destaque para BNDES, CEF e BB), em ambos períodos, foram responsáveis pela redução das taxas de juros e pelo aumento de liquidez nos mercados de créditos brasileiros. Todavia, houve uma evidente mudança de estratégia governamental em relação aos bancos públicos entre as crises financeira e da covid-19. Não obstante, os bancos públicos tenham sido cruciais nos dois períodos, a importância concedida a eles como indutores da oferta de crédito foi proporcionalmente inferior nesta última.

Bibliografia

Barbosa, N. (2010). Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09. *Journal of*



Globalization and Development. Vol. 1: Iss. 1, Article 13. DOI: 10.2202/1948-18

Bernake, C. B. S. (2009). The Crisis and the Policy Response. Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England.

Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090113a.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System. Municipal Liquidity Facility. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/muni.htm>



O CHOQUE PUTIN E A ELEVAÇÃO DO PRÊMIO DE RISCO-PAÍS BRASILEIRO

Julia Braga

Professora da Faculdade de Economia - UFF

Daniel Consul de Antoni

Doutorando em Economia - UFF e pesquisador do Finde/UFF

ÍNDICE

A elevação do prêmio de risco-país no primeiro semestre de 2022 suscitou uma divergência entre analistas econômicos a respeito das causas desse aumento, debate contaminado em certa medida pelo embate político natural de um ano eleitoral. A motivação para esse artigo é uma matéria vinculada em várias mídias com a afirmação de que o risco-país brasileiro cresceu mais do que em outros países da América Latina, citando um relatório da consultoria Tendências.¹

Os dados apresentados pela consultoria mostram que o risco-país brasileiro mensurado pelo Credit Default Swap (CDS)² teve uma elevação de 87 pontos base no primeiro semestre do ano. No mesmo período, a média simples do risco-país do Chile, Colômbia, México e Peru apresentou variação de 58 pontos-base, isto é, abaixo do que se verificou no Brasil.

Entretanto, acreditamos que esta não é a melhor forma de se comparar a deterioração no prêmio de risco dos países, dada a diferença de nível entre eles. Nesse sentido, o correto é verificar a variação percentual ocorrida no período. Considerando essa medida, a caracterização do ocorrido muda de cenário: o prêmio de risco brasileiro no primeiro semestre de 2022 aumentou em 42%, ao passo que a média dos outros quatro países aumentaram 53%.

Mas quais são os principais fatores que determinam as variações no prêmio de risco? Parece claro que há um movimento comum aos prêmios de risco de países emergentes e que se inicia logo após o início do ciclo de aperto monetário do banco central norte americano (FED), em meados de março de 2022. Nos gráficos 1 e 2 destacamos essa data com um círculo preto.

Nesse período, a elevação do CDS no Brasil foi de 62%, abaixo do que ocorreu em outros países como Indonésia, Colômbia, África do Sul, Chile, México e Peru (como indica a tabela 1).

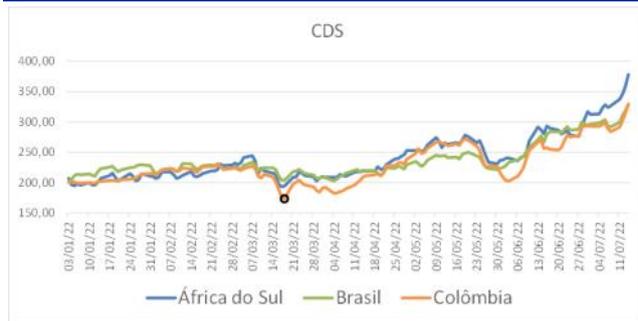
A literatura especializada em fluxos de capitais utiliza a denominação push para caracterizar esses fenômenos externos, exógenos à dinâmica econômica interna dos países emergentes. Aidar e Braga (2020) identificaram através do método de componentes principais que 70% do movimento do prêmio de risco é comum (fatores push) a um grupo de países emergentes, incluindo o Brasil, e apenas 30% é devido a fatores específicos a cada país (fatores pull). Em Antoni e Braga (2022) também identificamos, a partir de dados em painel, que o CDS é explicado por esses fatores ligados a liquidez internacional, captado por indicadores como o índice de volatilidade VIX³,

¹Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2022/06/26/risco-pais-cresce-mais-no-brasil-do-que-em-outros-paises-da-america-latina.ghtml>. Acesso em: 10 ago. 2022.

²Este índice, mensurado em pontos-base, é um contrato de seguro firmado bilateralmente entre um comprador (investidor que deseja se proteger de eventual risco de crédito por parte da entidade emissora de um determinado ativo) e um vendedor (em geral um banco). O pagamento do seguro ocorre a partir de pagamentos de prêmios periódicos por parte do comprador ao vendedor. Nesse sentido, quanto maior o índice CDS, maior a percepção de risco que o mercado financeiro possui contra o país.

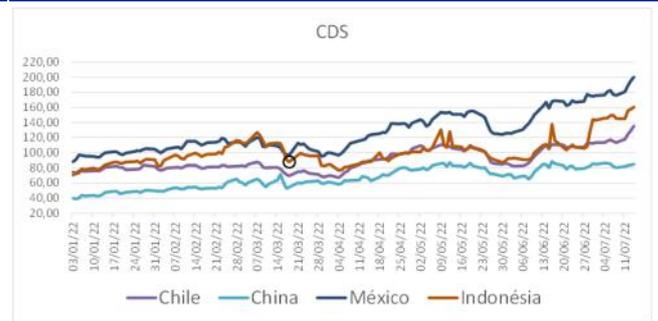


Gráfico 1 – CDS



Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.

Gráfico 2 – CDS



Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.

também chamado índice do medo. Quando há uma piora desses indicadores, associada a um aumento da incerteza ou uma redução da liquidez internacional, o CDS aumenta nos países emergentes analisados no trabalho.

Nos primeiros sete meses de 2022 o índice VIX apresentou quatro picos de alta, sendo a maior delas às voltas com a deflagração da invasão da Ucrânia pela Rússia. Para fazer frente às pressões

Putin), os bancos centrais ao redor do mundo atuaram elevando suas taxas básicas de juros. O mais importante deles no mundo capitalista globalizado, o FED, iniciou seu ciclo de elevação de juros em março de 2022, saindo finalmente da condição de zero *lower bound*, isto é, do limite inferior da taxa de juros nominal equivalente a zero. Da mesma forma, o Banco Central Europeu também iniciou um ciclo de elevação nos juros – o que não ocorria desde 2011. Isso acontece porque o rendimento maior nos títulos de países desenvolvidos – em especial os EUA – leva ao chamado *flight to quality* ou *flight to safety* por parte dos capitais financeiros em momentos de elevada incerteza global e à saída de capitais dos países emergentes. O índice de condições financeiras do *Goldman Sachs* também captou essa piora com o choque Putin, indicando a maior restrição financeira global desde a grande crise financeira de 2008-09.⁴

Tabela 1 – CDS

	CDS (Variação % acumulada)*
Venezuela	33
Turquia	53
China	55
Brasil	62
Indonésia	82
Colômbia	90
África do Sul	95
Chile	95
México	106
Peru	110

*de 18 de março a 14 de julho.

Fonte: Bloomberg. Elaboração própria.

inflacionárias de 2021 agravadas pelo novo choque nos preços internacionais das commodities após a guerra na Ucrânia (o choque

Para além dos motivos push que determinam os prêmios de risco-país emergentes há também aqueles de natureza interna, *country-specifics*, chamados de tipo *pull*. Entre eles se destaca o acúmulo de reservas internacionais (Antoni e Braga, 2022), o que melhora a capacidade de pagamento das obrigações em dólares dos países. Nesse sentido o Brasil está bem, visto que possui

³O VIX dos EUA mede a expectativa de volatilidade do mercado de ações com base nas opções do índice S&P 500 (Standard & Poor's 500).

⁴ Disponível em: <https://www.reuters.com/markets/stocks/global-financial-conditions-tightest-since-may-2009-goldman->



um estoque de aproximadamente 350 bilhões de dólares, acumulado principalmente a partir de 2003. Esse elevado estoque de reservas internacionais proporcionou ao país enfrentar duas grandes crises – a do *subprime* em 2008 e a da pandemia em 2020 – sem maiores complicações em suas contas externas e na consolidação de seu balanço de pagamentos. Essa variável *country-specific* atua, portanto, como um amortecedor de choques externos.

Utilizado quase como sinônimo de risco fiscal por parte de muitos analistas, o prêmio de risco medido segundo o CDS, contudo, guarda pouca relação com os indicadores fiscais internos brasileiros. Ao longo desses últimos meses, os resultados fiscais brasileiros têm sido sistematicamente revisados para baixo, no sentido de uma maior equidade entre gastos e despesas. O Relatório de Inflação (RI) do Banco Central do Brasil (BCB) de junho de 2022, em relação ao mesmo relatório publicado em março, revisou para baixo (aproximadamente -4 pontos percentuais) as projeções da dívida bruta do governo geral para 2022. Conforme o relatório,

No primeiro quadrimestre do ano continuaram as surpresas positivas nos resultados fiscais. [...] A mediana das

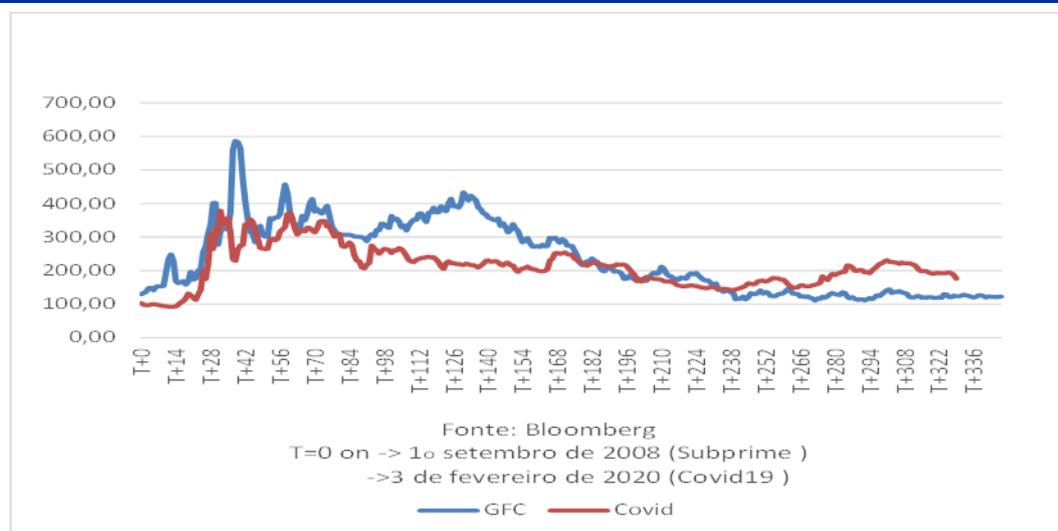
expectativas do Questionário Pré-Copom (QPC) para o déficit primário do Governo Central em 2022 passou de R\$67 bilhões no último RI para R\$12 bilhões na edição atual (BCB, 2022, p. 22).

Além disso, um estudo do Fundo Monetário Internacional (FMI), publicado em outubro de 2019 no *Global Financial Stability Report*, utilizou um painel de 71 países com vistas a entender a determinação do risco-país dessas economias. O painel não considerou variáveis fiscais como regressores e valorizou outras variáveis explicativas como a dívida externa, as reservas internacionais, o crescimento econômico e a instabilidade global.

Como destacado em Braga, Toneto e Carvalho (2021), a trajetória do prêmio de risco nos últimos anos oscila em patamar similar ao do período da grande crise financeira (2008-2009) quando a razão dívida pública (interna) bruta-PIB estava em patamar muito menor (cerca de 55%) e a economia convivia com superávits primários. O gráfico 3 mostra um comparativo da trajetória do CDS durante a crise de 2008 e durante a pandemia da Covid-19.

O patamar dos prêmios de risco já foi substancialmente mais elevado antes de 2003,

Gráfico 3 – Crédito Default Swap—Brasil (Diário)



Fonte: Fonte: Braga, Toneto e Carvalho (2021).



chegando a atingir o nível de 3.500 pontos bases em meados de 2002 (gráfico 4). Portanto, o prêmio de risco era significativamente mais elevado antes do substancial acúmulo de reservas internacionais (líquidas da dívida externa) ocorrido a partir de 2003. Como verificamos em Aidar e Braga (2020), houve uma quebra estrutural captada por testes econométricos no patamar do CDS em meados dos anos 2000.

Entendemos que boas escolhas de política fiscal têm papel fundamental para o crescimento econômico, para o bem-estar da população e para a distribuição de renda, e que desequilíbrios fiscais duradouros são problemáticos, pela possibilidade de elevarem o pagamento do serviço da dívida, devido aos seus impactos distributivos regressivos (ver Braga e Serrano, 2022). Contudo, concordamos com a literatura que interpreta que um país emissor de sua própria moeda não corre o risco de entrar em default na dívida denominada nessa mesma moeda, pois o banco central sempre tem a possibilidade de recomprar os títulos públicos que o mercado não compra (Rezende, 2009; Lavoie, 2013; Serrano e Pimentel, 2017; Lara-Resende, 2022).

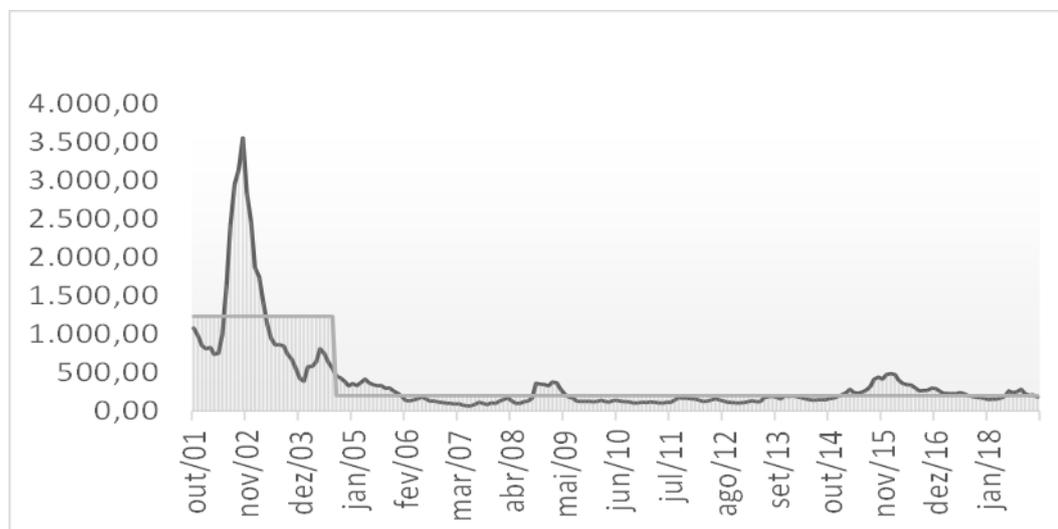
Dessa forma, a elevação do prêmio de risco em 2022 é mais um exemplo daquilo que verificamos

empiricamente em nosso artigo (Antoni e Braga, 2022): o prêmio de risco está principalmente associado a problemas de natureza externa, tanto causados por fatores push, com os ciclos de liquidez internacional, como pelo quadro estrutural das contas externas, captada em indicadores de solvência externa. O alto estoque de reservas internacionais mantido pelo Brasil indica um baixo risco de o Brasil não conseguir honrar seus compromissos em moeda estrangeira.

Essa interpretação do movimento recente do prêmio de risco tem uma implicação importante: a de que os movimentos cambiais (e, portanto, a inflação do período) tampouco ocorreram devido aos problemas fiscais internos do país, afastando a hipótese de dominância fiscal nesse período (ver Braga, Toneto e Carvalho, 2021, para uma interpretação para os movimentos cambiais ocorridos durante a pandemia).

Apesar de raros, episódios políticos extremos também podem influenciar a dinâmica do prêmio de risco, desviando sua trajetória do movimento comum a vários países. Alguns exemplos são: 1) o aumento abrupto do risco-país do Egito durante a Primavera Árabe, em que o poder central foi derrubado à força e um novo governo

Gráfico 4 – CDS Brasil



Fonte: Aidar e Braga (2020)



foi estabelecido. Este aumento do risco país em 2010 não foi acompanhado por outros países; 2) No caso da Venezuela, o risco-país aumentou de 2017 a 2019, devido à crise política e recorrentes ameaças de golpe ao longo desses anos; 3) Após a guerra, o CDS da Rússia disparou, passando de patamar de 200 pontos-base no início de fevereiro para 900 pontos-base no dia da invasão à Ucrânia em 24 de fevereiro. O patamar do CDS russo chegou a atingir 3.000 pontos-base em meados de março (e posteriormente parou de ser computado), o que mede o tamanho do choque Putin.

Nogués e Grandes (2001) consideram que a instabilidade política interna (*political noise*) pode impactar os prêmios de risco-país – embora este seja um evento de difícil mensuração. Nesse sentido, para além dos ventos externos e da importância da manutenção de um elevado estoque de reservas internacionais, a realização de uma eleição sem questionamentos indevidos à vontade da maioria da população é condição essencial para que o risco-país brasileiro não tenha uma nova escalada nos próximos meses.

Bibliografia

Aidar, G. e Braga, J. (2020). Country-risk premium in the periphery and the international financial cycle 1999-2019, *Investigación Económica* 79, no. 313, p. 78-111. <https://www.jstor.org/stable/26917176>.

Antoni, D. e Braga, J. (2022), Push and pull determinants of the country-risk premium for emerging economies: an econometric appraisal. *Anais do 19º Seminário de Diamantina, Minas Gerais e o Brasil Pós-Pandemia: 40 Anos do Seminário de Diamantina*.

Banco Central do Brasil. Relatório de Inflação. Vol. 24, nº 2, junho de 2022.

Braga, J. Toneto, R. e Carvalho, L. (2021) A montanha russa do câmbio: o que explica a

desvalorização e a valorização do Real durante a pandemia? Nota de Política Econômica nº 012. MADE/USP. Disponível em: <https://madeusp.com.br/publicacoes/artigos/a-montanha-russa-do-cambio-o-que-explica-a-desvalorizacao-e-a-valorizacao-do-real-durante-a-pandemia/>. Acesso em: 10 ago. 2022.

Braga, J. e Serrano, F. (2022). The Fiscal Policy Strategy for Growth. *Anais da 34ª Conferência anual da EAEPE- European Association for Evolutionary Political Economy*.

International Monetary Fund (2019). *Global Financial Stability Report: Lower for Longer*. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2019/10/01/global-financial-stability-report-october-2019>. Acesso em: 25 jul. 2022.

Lara Resende, A. A camisa de força ideológica da macroeconomia. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2022/02/11/andre-lara-resende-a-camisa-de-forca-ideologica-da-macroeconomia.ghtml>. Acesso em: 25 jul. 2022.

Lavoie, M. (2013). The monetary and fiscal nexus of neo-chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, vol. 47, no. 1, p. 1-32.

Nogués, J. and Grandes, M. (2001). Country Risk: Economic Policy, Contagion Effect or Political Noise? *Journal of Applied Economics*, vol. 4, no. 1, p. 125-162, DOI: 10.1080/15140326.2001.12040561.

Rezende, F. C. de (2009). The nature of government finance in Brazil. *International Journal of Political Economy*, vol. 38, no. 1, p. 81-104.

Serrano, F.; Pimentel, K. Será que “acabou o dinheiro”? Financiamento do gasto público e taxas de juros num país de moeda soberana. *Rev. Econ. Contemp.*, vol. 21, no. 2, p. 1-29, maio/ago/2017, DOI: 10.1590/198055272123.



ECONOMIAS EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO E AS MEDIDAS DE GESTÃO DE FLUXOS DE CAPITAIS

Marcos Constant Bastos Tigre

Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal Fluminense (UFF)

Adriano Vilela Sampaio

Professor da UFF e pesquisador do Finde/UFF

ÍNDICE

Historicamente as economias emergentes e em desenvolvimento (EED) apresentam maiores instabilidades macroeconômicas que as economias avançadas (EAs). Mais especificamente, suas taxas de câmbio tendem a ser mais voláteis e as taxas de juros mais elevadas (e igualmente instáveis), consequência direta da alternância de episódios de grandes entradas e saídas de capitais em tais economias. No debate sobre os fatores que explicam tais instabilidades, discute-se a prevalência de fatores domésticos (*pull*) e externos (*push*). Entre os primeiros, temos a taxa de juros, inflação, indicadores fiscais, etc. Os fatores externos podem ser resumidos nas condições de liquidez internacional, determinada, entre outros fatores, pelas taxas de juros das EAs (especialmente EUA) e a preferência pela liquidez ou aversão ao risco dos investidores internacionais, da qual o VIX¹ é um indicador de amplo uso.

A literatura heterodoxa em geral e pós-keynesiana em particular defende que os fatores externos são mais relevantes que os domésticos. Trata-se, portanto, de uma questão estrutural, de um sistema monetário-financeiro internacional (SMFI) hierarquizado, em que o dólar exerce o papel de moeda central. As moedas das EAs ocupam as posições intermediárias e, em menor grau que o dólar, são capazes de exercer as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor no plano internacional. Já as

moedas das EED não têm uso internacional, ocupando a parte inferior dessa hierarquia monetária. Por serem consideradas ativos de risco, as moedas periféricas (i.e. emitidas pelas EED) têm demanda instável, altamente correlacionada com os ciclos internacionais de liquidez. Além disso, o maior risco (cambial, de crédito, etc.) associado às moedas periféricas faz com que as EED tenham que manter taxas de juros mais altas que as EAs. (Carneiro, 2008; Conti, Prates e Plihon, 2014).

Temos, portanto, um sistema assimétrico. De um lado, há as economias avançadas, que geram os ciclos de liquidez internacional ao definir suas taxas de juros. De outro, cabe às EED absorver as instabilidades de tais ciclos, perdendo autonomia de política econômica e experimentando maior instabilidade cambial e de juros. A alta mobilidade de capitais que caracteriza o atual SMFI acentua as consequências da hierarquia, pois permite a movimentação rápida de grandes volumes de recursos, que se tornam desestabilizadores e geradores de crises externas nas EED.

Na década de 1990, muitas EED promoveram a abertura de suas contas financeiras e o resultado foi uma série de crises externas em países como Tailândia, Coreia do Sul, México, Brasil e Argentina. Em resposta a isso, na década de 2000, as EED buscaram diferentes formas de se

¹ CBOE Volatility Index (VIX), que é o Índice de Volatilidade da Chicago Board Options Exchange do mercado de ações com base nas opções do índice S&P 500



defender das instabilidades do SMFI. A principal delas foi a acumulação de reservas internacionais, facilitada pela alta liquidez internacional e os altos preços de commodities. Outros instrumentos foram as linhas bilaterais de *swap* e os arranjos financeiros regionais (AFRs), que podem abarcar fundos conjuntos de reservas, acordos multilaterais de swap, linhas de curto prazo, entre outros².

A relativa resiliência dessas economias diante das fortes turbulências da crise financeira global de 2007-08 mostrou que essa estratégia foi acertada, pois os instrumentos utilizados foram capazes de mitigar os efeitos desestabilizadores dos fluxos de capitais. No entanto, eles não alteram o caráter assimétrico e hierarquizado do SMFI contemporâneo e, portanto, a adoção de medidas de gestão de fluxos de capitais (*capital flow management measures* – CFMs) se faz necessária³ (Sampaio e Weiss, 2020).

As crises externas das EED na década de 1990 e a resiliência posterior fizeram com que o FMI, historicamente, favorável à abertura financeira, passasse a ter uma visão mais aberta em relação às medidas de CFM. O Fundo reconheceu que os controles de capitais podem trazer benefícios e que a liberalização total da conta financeira não necessariamente traz benefícios para os países. Contudo, continuou ressaltando que os controles de capitais possuem riscos e seu uso deve ser feito de maneira prudencial (FMI, 2012).

Além desta introdução, este artigo é composto de 2 seções e das considerações finais. Na seção 2 são apresentadas as definições de CFMs e é feita uma breve revisão teórica de estudos que buscam analisar a eficácia desses instrumentos. A análise

do uso desses instrumentos em algumas EED desde 2008 é feita na seção 3.

Mecanismos de gestão de fluxo de capitais: Definições e evidências empíricas

Mecanismos de gestão de fluxo de capitais: Definições

É importante primeiro definir o que se entende por medidas de gestão de fluxo de capitais ou capital *flow management measures* (CFMs). Segundo Tigre (2022), o FMI classifica as (CFMs) em três grupos, sendo um deles as próprias medidas de CFM, que são designadas para limitar os fluxos de capitais, a partir da distinção da residência de origem dos fluxos, residentes ou não residentes, ou seja, o que se conhece como controles de capitais. Em seguida, há as medidas macroprudenciais (*Macroprudential Measure* – MPM), que servem para reduzir os riscos financeiros sistêmicos gerados pelos fluxos de capitais. Por fim, há as medidas de CFM/MPM que são tanto de CFM quanto de MPM (IMF, 2020b).

O conjunto de medidas que podem ser adotadas pelos governos variam de acordo com as circunstâncias. Segundo o FMI (2022), em relação às medidas de CFM, exemplos de controle de entrada a serem adotados consistem em limites para compras de títulos domésticos por não residentes, proibição de investimentos de não residentes em certos setores e impostos mais elevados para não residentes na compra de imóveis. Já exemplos de CFMs para saída de capitais são impostos sobre a retirada de capital do país sobre não residentes e *surrender/repatriation requirement* que consiste em internalizar as receitas

² Juntamente com as instituições internacionais, esses instrumentos compõem a chamada rede global de proteção financeira. Uma discussão sobre seus benefícios e limitações é encontrada em Sampaio e Weiss (2020).

³ Uma alternativa seria a adoção de uma moeda internacional, emitida por uma instituição internacional como o Fundo Monetário Internacional (FMI) ou ao menos o fortalecimento dos Direitos Especiais de Saque, mas são opções pouco factíveis no curto e médio prazo.



das exportações e converter uma certa porcentagem para a moeda doméstica.

De acordo com o FMI (2022), exemplos de medidas macroprudenciais (MPM) são limites de *loan-to-value* que consistem na razão entre a quantidade emprestada e o valor do ativo, limites de *debt-to-income*, que consistem na razão entre a dívida e a renda, maiores quantias de reservas exigidas sobre passivos cambiais dos bancos do que sobre passivos em moeda local e requisitos mínimos de capital para instituições financeiras. Já medidas que são ao mesmo tempo CFM e MPM tem como exemplo limites ao endividamento externo por bancos e maiores requerimentos de reservas sobre passivos para não residentes do que sobre passivos para residentes. (FMI, 2022)

Para Erten, Korinek e Ocampo (2021) as CFMs e as MPMs, apesar de endereçarem problemas diferentes, sendo a primeira para restringir os fluxos e a segunda para reduzir o risco financeiro sistêmico, em certas circunstâncias são substitutas. Um exemplo dado pelos autores é quando há acordos bilaterais que impedem o uso explícito de controle de capitais. Nesses casos, as medidas macroprudenciais contracíclicas têm um papel importante na magnitude dos fluxos de capitais. No entanto, as CFMs e as MPMs apresentam complementaridades e devem idealmente ser usadas em conjunto para gerenciar a entrada e os efeitos do crédito externo excessivo.

Existem outras distinções que podem ser feitas a respeito dessas medidas. Erten, Korinek e Ocampo (2021) identificam cinco características que se distinguem nas CFMs. A primeira consiste

na diferenciação entre medidas voltadas para a entrada de capitais (*inflows*) ou para a saída (*outflows*) e o tipo de investimento, como o Investimento Estrangeiro Direto, investimento de portfólio em ações ou títulos e outros tipos de investimentos. A segunda característica distingue se o controle incide sobre o preço ou sobre a quantidade. Em seguida, os autores classificam os controles como ex-ante e ex-post, sendo as ex-ante medidas macroprudenciais de redução de

as medidas de gestão de fluxos de capitais devem ser adotadas conjuntamente por parte dos países emergentes. Se um país adota esse controle individualmente, o capital pode fluir para países com economias semelhantes, mas que não apresentam controle sobre os fluxos de capital.

risco para proteção contra crises financeiras. Já as ex-post são medidas que visam agir para reduzir o impacto das crises financeiras. Há também a distinção entre medidas visadas para a entrada e saída de capitais de longo ou curto prazo, que visam filtrar os movimentos pró-cíclicos dos capitais. Por fim,

os autores destacam a diferenciação entre medidas que controlam as transações com o resto do mundo e medidas que afetam os residentes, ao impor limites de transações internas com divisas estrangeiras.

Outra distinção possível de ser feita, ressaltada por Carvalho e Sicsú (2004), é que os controles de capitais podem ser temporários ou permanentes. Os primeiros estão associados à visão de que os controles são necessários em caso de incertezas e fugas de capitais, mas que em situações de estabilidade financeira global, atrapalham a alocação ótima de recursos entre as economias. No entanto, os autores ressaltam que é necessária uma adoção permanente de controles de fluxos de capitais para evitar riscos futuros de choques externos e manter mais estável a taxa de câmbio, a fim de garantir a autonomia da política monetária doméstica.

Segundo Giordani et al. (2017), as CFMs devem ser adotadas conjuntamente por parte dos países emergentes. Se um país adota esse controle



individualmente, o capital pode fluir para países com economias semelhantes, mas que não apresentam controle sobre os fluxos de capital. Esse efeito é chamado de *spillover effects* (efeito transbordamento) entre países e, segundo Rebucci e Ma (2019), os trabalhos de Pasricha et al. (2018), Giordani, Ruta, Weisfeld, and Zhu (2017) encontram evidências desse efeito em casos de países que adotaram políticas de restrição à mobilidade de capitais.

Eficácia das medidas de CFMs de 1995 a 2015

Como visto anteriormente, as medidas de CFMs podem ser utilizadas para gerenciar a entrada e saída de capitais mais especulativos a fim de tornar a economia do país menos vulnerável a choques exógenos⁴. Nesse contexto, o que diz a literatura sobre a eficácia das medidas de CFM em gerenciar os fluxos de capitais e gerar estabilidade para suas economias? E quais medidas foram usadas por EED no período recente? Essas são as perguntas que se busca responder nesta seção.

A literatura recente vem buscando avaliar os impactos das medidas relacionadas às CFMs. Essas análises empíricas vêm se tornando possíveis com a maior disponibilidade de dados sobre as medidas, sendo o FMI um importante fomentador deste debate. As análises sobre as CFMs geralmente são feitas através de um agregado de indicadores diversificados, que incluem taxas, limites, requerimento de reservas e impostos como alguns exemplos.

Forbes, Fratzscher e Straub (2015) analisam os impactos em 60 países das variações em controles de capitais para entrada e saída e medidas macroprudenciais com uma frequência semanal de 2009 a 2011. Os resultados encontrados mostram que as medidas de controle de capitais impactam pouco as variáveis macroeconômicas,

com o efeito mais robusto sendo o impacto da remoção de controles sobre a taxa de câmbio. Por outro lado, o aumento do uso de medidas macroprudenciais tende a diminuir algumas vulnerabilidades financeiras, como, por exemplo, reduzir a alavancagem bancária, a expectativa de inflação e o crescimento do crédito bancário. Forbes, Fratzscher e Straub (2015) concluem que medidas de CFMs, apesar de reduzir algumas instabilidades financeiras, não apresentam grandes impactos em variáveis-chaves como a taxa de câmbio e fluxos de capitais, mas ressaltam que a análise é apenas de curto prazo, pois não foram analisados os impactos para além de 6 meses.

Já outro resultado foi encontrado por Landi e Schiavoni (2021), que buscaram analisar a eficácia das CFMs de 1995 a 2015 para um conjunto de 100 países. Os controles analisados no artigo foram de entrada e saída de capitais de portfólio, investimento externo direto (IED) e outros. De acordo com os autores, as medidas de controle de capital se mostraram eficazes em reduzir a volatilidade dos fluxos de capitais. O modelo utilizado no trabalho faz a diferenciação entre entrada e saída de capitais, entre economias avançadas e emergentes e o tipo de investimento.

Landi e Schiavone (2021) chegaram às seguintes conclusões. A primeira é a existência de uma redução na entrada e na saída de capital dos países, o que gera mais estabilidade cambial. Em relação às entradas em grande escala do capital, as medidas de controle de fluxo se mostraram eficientes em economias avançadas, mas não em economias emergentes. Já para a redução da saída de capitais em grande escala, os controles de fluxo se mostram eficientes para ambos os tipos de economia. Além disso, os autores chegaram à conclusão de que a utilização de medidas de controle de fluxo de capitais está associada a taxas

⁴ Segundo Sampaio e Weiss (2020) a ênfase deve ocorrer nos controles de entrada. Os controles sobre a saída não são recomendáveis, exceto em caso de crise cambial aguda, porque o mercado pode perceber essa medida como um “confisco”.



de câmbio desvalorizadas em economias emergentes.

Bacchetta, Cordonier e Merrouche (2019) analisaram os determinantes da exposição cambial nas emissões de ativos corporativos em economias emergentes entre 2003 e 2015 em 17 países. Os achados foram que as empresas são mais propensas a emitir ativos em moedas estrangeiras quando as taxas de juros dos EUA estão baixas. Nesse contexto, foi encontrada significativa evidência de que controles de capitais sobre a entrada de ativos são eficazes para reduzir a emissão de dívida em moeda estrangeira. Esse efeito reduz parcialmente o impacto das variações das taxas de juros dos EUA sobre a economia de países emergentes, tornando esses países menos vulneráveis aos ciclos econômicos externos. Pode-se afirmar também que tal medida mitigaria o descasamento cambial (*currency mismatch*) nos balanços, fazendo com que desvalorizações tenham menor impacto financeiro sobre as empresas com passivo em moedas estrangeira.

O trabalho de Bianchi e Lorenzoni (2021) evidencia que a utilização de controles de capitais é efetiva em influenciar variáveis agregadas, porém a magnitude e a persistência desses impactos não são tão claras. De qualquer forma, os modelos apresentados indicam que as CFMs devem ser implementadas quando houver expectativas de baixa demanda agregada que afetem a economia real através de fricções. Diferentemente das reservas em moeda estrangeira que variam pró-ciclicamente, os controles de capitais são acíclicos e têm baixa volatilidade, portanto podem ser implementados em qualquer fase do ciclo econômico.

A análise no artigo de Erten, Korinek e Ocampo (2021) sobre os efeitos da CFM sobre as taxas de

câmbio reais indicam que tais medidas de gerenciamento estão relacionadas a taxas de câmbio menos apreciadas. Através do trabalho de Erten e Ocampo (2017), que elaboraram o índice de pressão cambial (*foreign exchange pressure*)⁵, foi possível identificar que essas medidas reduzem pressões cambiais em países emergentes e em desenvolvimento, ajudando a reduzir apreciações reais da taxa de câmbio. Além disso, foi evidenciado que na maioria dos países analisados os controles de capitais foram eficazes em garantir mais autonomia à política monetária, pelo fato de essas regulações serem úteis para atenuar a intensidade dos ciclos econômicos associados ao padrão de expansão e recessão do financiamento externo em países emergentes e em desenvolvimento.

De maneira geral, a literatura parece identificar uma certa eficácia das medidas de CFM em afetar variáveis macroeconômicas como a taxa de câmbio e os juros, além dos fluxos de capitais. As medidas de controle de capitais e macroprudenciais são importantes mecanismos que podem ser adotados para gerenciar os fluxos de capitais a fim de tornar a economia menos vulnerável aos ciclos econômicos internacionais. Na próxima seção é feito um levantamento de medidas específicas adotadas por países emergentes a partir da crise financeira global de 2008.

Gestão de fluxos de capitais como estratégia para EED no período 2008-2020

As medidas de CFM apresentadas nesta seção foram retiradas dos documentos *Taxonomy of Capital Flow Management Measures* (IMF, 2020b) e do *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2020* (IMF, 2020a), ambos publicados pelo FMI.

⁵ O índice de pressão cambial é definido pelos autores como a soma da taxa de variação cambial real e da acumulação de reservas cambiais, ponderadas pelo inverso de seus desvios padrão para compensar as diferentes volatilidades de cada variável.



A principal medida de CFM implementada pelo Brasil no período de análise foi o imposto sobre operações financeiras (IOF) sobre entradas relacionadas a empréstimos externos, introduzido em janeiro de 2008. Em outubro de 2009 foi implementado o IOF sobre diferentes tipos de fluxos de capital, por exemplo, títulos de renda fixa, ações, depósitos de margem, contratos de derivativos e investimento direto externo. Essas taxas foram sendo gradualmente aliviadas com reduções do vencimento máximo e reduções da alíquota entre os anos de 2012 e 2016. Atualmente, a maior parte das taxas foi reduzida para 0% e o vencimento máximo, que em alguns casos era de 720 dias, foi reduzido para 180 dias.

Erten, Korinek e Ocampo (2021) identificam que as medidas adotadas pelo Brasil apresentaram efeitos de *spillover*, em que foi percebida uma queda da entrada de investimento em carteira no Brasil e um aumento desse investimento em outros países na América Latina. Forbes et al. (2016) também identificam tal efeito de fuga de investimento para países semelhantes e que parte do efeito dessas medidas sobre os investidores internacionais foram provavelmente impulsionados por mudanças em suas expectativas sobre políticas futuras, e não pelo custo direto do IOF do Brasil. Isso mostra a necessidade de medidas coordenadas, expressa em Giordani et al. (2017). Quando um país impõe controles sobre o capital, a tendência do capital mais especulativo é de se alocar em outros mercados. Esse efeito também é encontrado no trabalho de Pasricha et al. (2018), que encontrou evidências de o capital fluir para países com características econômicas similares que não apresentam controles.

Chamon e Garcia (2016) não encontraram efeitos significativos de controles sobre a apreciação na

taxa de câmbio no Brasil durante o período de 2009 a 2011, mas a partir de 2011 a taxa de câmbio se depreciou fortemente após a adoção de um imposto sobre derivativos. No entanto, os autores afirmam que esta desvalorização pode estar relacionada a outros fatores como a política monetária. Vários países tiveram uma tendência de desvalorização cambial a partir de 2011/2012 (possivelmente relacionada às instabilidades na zona do euro) e nesse mesmo período foram reduzidos ou retirados alguns tipos de controles.

Impostos como o IOF são um tipo de CFM que podem ser adotados tanto na entrada quanto na saída de capitais, porém há outros mecanismos como é o exemplo dos limites. A Coreia do Sul adotou em outubro de 2010 limites à entrada de capitais em que foi definido um máximo de derivativos em moeda estrangeira para os bancos comerciais. O máximo de derivativos em moeda estrangeira para bancos domésticos é de 50% em relação ao total de derivativos e 250% para filiais de bancos estrangeiros instalados no país. Essa medida é também um exemplo do que o FMI classifica como sendo, ao mesmo tempo, uma CFM e uma medida macroprudencial. Segundo Fritz e Prates (2013), essa medida visava reduzir a captação externa do setor bancário e ajudou a manter o endividamento externo abaixo dos níveis pré crise global de 2008 e a limitar as operações de derivativos de câmbio *onshore*. Essa e algumas outras medidas de CFM adotadas na Coreia do Sul entre 2010 e 2011 contribuíram para isolar a taxa de câmbio de pressões de valorização resultantes de fluxos de curto prazo para os bancos, além de manter o won relativamente estável.

Segundo o *IMF Staff Report* de 2022 para a Argentina,⁶ o país é um caso em que, devido a

⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2022/03/25/Argentina-Staff-Report-for-2022-Article-IV-Consultation-and-request-for-an-Extended-515742>



crises recorrentes em sua economia, foram adotados diversos mecanismos de CFM e medidas macroprudenciais. Uma primeira onda de medidas para evitar saídas de capitais ocorreu durante os anos de 2011 e 2012, introduzindo limites e requisitos para aprovar transações com moedas estrangeiras, proibição de seguradoras locais de realizar investimentos no exterior e o estabelecimento de requerimento de resgate de 15 dias úteis, que consiste na obrigação de vender receitas de exportações em moeda estrangeira dentro de um prazo específico.

A maior parte dessas medidas de CFM foi revogada durante o governo Macri (2015-2019), mas devido a uma piora substancial da economia argentina em 2018, causada em parte pelo aumento da taxa de juros dos EUA, o governo teve que retomar algumas medidas de CFM. Uma delas foi o limite para os bancos de deter no máximo 65% de seus depósitos ou 100% do seu capital em títulos do BCRA⁷, adotada em fevereiro de 2019. Outra foi um limite de compra de dólares por residentes para reduzir os efeitos de saídas. Segundo Batini, Borensztein e Ocampo (2020), a velocidade e a sequência de liberalização da conta financeira argentina deveriam ter sido mais cautelosas. Era necessário que maiores progressos fossem alcançados na solidificação de um quadro de política monetária e fiscal sólidos e críveis.

Já um país que adotou medidas de CFM/MPM e as mantém inalteradas até hoje é a Indonésia. Em janeiro de 2015, corporações não-bancárias com dívida em moeda estrangeira foram obrigadas a implementar princípios prudenciais com uma taxa de cobertura mínima de moeda estrangeira frente à rupia. A partir de 2016, essa taxa era de pelo menos 25% dos passivos cambiais líquidos com vencimento em seis meses. A outra parte da medida foi garantir um índice mínimo de liquidez

de 70%, fornecendo ativos em moeda estrangeira suficientes para atender os passivos em moeda estrangeira com vencimento em até 3 meses do fim do trimestre. A outra medida foi um rating de crédito mínimo não inferior a BB- para a instituição financeira que está emprestando o dinheiro, emitido por uma agência de rating reconhecida pelo seu banco central (Bank Indonesia). Essas medidas visam reduzir a vulnerabilidade externa causada pelo endividamento das empresas não-bancárias, daí seu caráter macroprudencial. O FMI (2019) afirma que essas medidas de regularização cambial ajudaram a moderar os riscos da dívida externa corporativa, porém deve ser aprimorada, estendendo sua cobertura a todos os passivos cambiais.

O aumento da vulnerabilidade corporativa é uma consequência possível do processo de liberalização financeira de um país. No caso da Índia, o FMI (2018) afirmou que a maior liberalização dos empréstimos comerciais externos deve ser cautelosa e cuidadosamente monitorada pelo banco central indiano, o Reserve Bank of India (RBI), dadas as contínuas vulnerabilidades corporativas. O artigo IV de 2018 do FMI afirma também que a estrutura de gerenciamento de fluxos de capitais da Índia está se movendo na direção geral da liberalização da conta financeira. Ao longo dos anos 1990 e 2000 a Índia adotou diversas medidas de CFM, porém estas foram sendo retiradas ou reduzidas. A medida relevante mais recente adotada foi em setembro de 2015, em que o esquema Masala Bond permitiu que as empresas emitissem títulos denominados em rúpias em mercados estrangeiros com vencimento mínimo de 5 anos com restrições de uso final.

O esquema Masala Bond possibilitou novas formas de investimento externo, reduzindo a

⁷ BCRA = Banco Central de la República Argentina



volatilidade da rupia indiana e atraindo investimentos de longo prazo para projetos de infraestrutura. Como os títulos são emitidos em rupias no mercado externo, o risco de desvalorização cambial é transferido para o investidor externo, tornando essa medida interessante para os tomadores de empréstimos domésticos. Tal medida foi uma resposta do governo indiano a uma grande fuga de capitais nos anos anteriores. Segundo Shi (2017) o programa conseguiu emitir títulos de 3 a 15 anos, gerando um caráter de longo prazo, tornando o mercado de capitais da Índia mais resiliente e abrindo o caminho para investidores internacionais e empreendedores domésticos se beneficiarem dos fortes fundamentos econômicos da Índia.

A Turquia também adotou medidas de CFM que valem a pena ser mencionadas. O país vem sofrendo desde meados de 2018 com altas taxas de inflação e desvalorização cambial. Nesse sentido, uma medida de CFM adotada pelo Ministério das Finanças e do Tesouro turco foi a de exigir a repatriação de pelo menos 80% das receitas com exportação. Com essa medida, os rendimentos relativos a transações de exportação realizadas por residentes na Turquia devem ser transferidos para o banco central turco (*Central Bank of the Republic of Turkey*) em até 180 dias a partir da data da exportação efetiva. Tal medida tem como objetivo reduzir a saída de divisas da economia e evitar mais desvalorizações cambiais. Outra CFM adotada em agosto de 2018 foi sobre operações de swap de bancos com não-residentes, que não podem exceder 50% do capital regulatório. A grande desvalorização cambial da lira de 2018 a 2022 aumentou a demanda por tal investimento, assim a medida destinava a desencorajar a venda descoberto da lira turca no mercado externo. Ambas as medidas não foram adotadas de forma preventiva, mas sim após grandes saídas de capitais do país,

tornando os efeitos dessas medidas mais difíceis de serem avaliados.

Considerações finais

Neste artigo foram exploradas brevemente as implicações de um SMFI hierarquizado sobre as EED, que se traduzem principalmente em um maior nível de taxa de juros e maior instabilidade da taxa de câmbio, o que afeta a estabilidade da economia como um todo. Buscando se proteger das instabilidades associadas aos fluxos internacionais de capitais, as EED passaram a acumular altos volumes de reservas internacionais e, em menor medida, estabelecer linhas de bilaterais de swap e participar de arranjos financeiros regionais. Tais medidas, no entanto, tendem a ser insuficientes, já que apenas mitigam os efeitos da alta mobilidade de capitais. Nesse sentido, argumenta-se que as medidas de gestão de fluxos de capitais são instrumentos mais eficientes.

Na quarta seção foi mostrado que as medidas de CFM podem ser eficazes para tornar a economia menos vulnerável aos ciclos de liquidez internacional. A ampla variedade de CFMs e MPMs permitem aos países emergentes adotarem diversas estratégias para gerenciar os fluxos de capitais de acordo com a especificidade de suas economias. A forma pela qual é adotada a CFM varia de cada país conforme a circunstância e a necessidade específica de cada economia. Dependendo do tipo de medida, o resultado pode ser benéfico ou pode não ter o impacto desejado. De qualquer forma, a regulamentação dos fluxos de capitais é um instrumento que deve ser incorporado no conjunto de políticas econômicas das EED para reduzir as vulnerabilidades externas. Não se pode negligenciar os obstáculos políticos e operacionais à adoção de tais instrumentos, mas isso só reforça a necessidade do aprofundamento



dos estudos sobre o tema para serem pensadas formas viáveis de CFMs.

Bibliografia

BACCHETTA, Philippe; CORDONIER, Rachel; MERROUCHE, Ouarda. (2019). The Rise in Foreign Currency Bonds: The Role of Capital Controls †.

BATINI, Nicoletta; BORENSZTEIN, Eduardo; OCAMPO, José Antonio. (2020). IMF Advice on Capital Flows to Latin America. IEO Background Paper BP/20-02/06 for IEO Evaluation of “IMF Advice on Capital Flows” (Washington: International Monetary Fund).

BIANCHI, Javier; LORENZONI, Guido. (2021). The Prudential Use of Capital Controls and Foreign Currency Reserves. National Bureau of Economic Research.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconversibilidade monetária. (2008). Brazilian Journal of Political Economy, v. 28, p. 539-556.

CARVALHO, Fernando J.; SICSÚ, João (2004). Controvérsias recentes sobre controles de capitais. Brazilian Journal of Political Economy, v. 24, p. 163-185.

CHAMON, Marcos; GARCIA, Marcio. (2016). Capital controls in Brazil: effective?. Journal of International Money and Finance, v. 61, p. 163-187.

CONTI, Bruno Martarello De; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. Economia e Sociedade, v. 23, p. 341-372.

ERTEN, Bilge; KORINEK, Anton; OCAMPO, José Antonio. (2021). Capital controls: Theory

and evidence. Journal of Economic Literature, v. 59, n. 1, p. 45-89.

ERTEN, Bilge; OCAMPO, José Antonio. (2017). Macroeconomic effects of capital account regulations. IMF Economic Review, v. 65, n. 2, p. 193-240.

FORBES, Kristin; FRATZSCHER, Marcel; STRAUB, Roland. (2015). Capital-flow management measures: What are they good for? Journal of International Economics, v. 96, p. S76-S97.

FORBES, Kristin et al. Bubble thy neighbor: (2016). Portfolio effects and externalities from capital controls. Journal of International Economics, v. 99, p. 85-104.

FRITZ, Barbara; DE PAULA, Luiz F.; PRATES, Daniela Magalhães. (2018). Global currency hierarchy and national policy space: a framework for peripheral economies. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, v. 15, n. 2, p. 208-218.

FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela. (2014). The new IMF approach to capital account management and its blind spots: lessons from Brazil and South Korea. International Review of Applied Economics, v. 28, n. 2, p. 210-239.

GIORDANI, Paolo; RUTA, Michele; WEISFELD, Hans; ZHU, Ling E. (2017). Capital flow deflection. Journal of International Economics, v. 105, p. 102-118.

IMF (2012). The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF Policy Paper, 2012.

IMF (2020a). Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions. Washington, DC: International Monetary Fund.



IMF (2020b). Taxonomy of Capital Flow Management Measures (CFMs). Washington, DC: International Monetary Fund.

LANDI, Valerio Nispi; SCHIAVONE, Alessandro. (2021) The effectiveness of capital controls. *Open Economies Review*, v. 32, n. 1, p. 183-211.

PASRICHA, Gurnain Kaur; FALAGIARDA, Matteo; BIJSTERBOSCH, Martin; AIZENMAN, Joshua. (2018) Domestic and multilateral effects of capital controls in emerging markets. *Journal of International Economics*, v. 115, p. 48-58.

REBUCCI, Alessandro; MA, Chang (2019). Capital controls: A survey of the new literature.

SAMPAIO, Adriano Vilela; WEISS, Mauricio Andrade. (2020). A instabilidade do sistema monetário internacional e estratégias recentes dos países emergentes. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, p. 11-44.

SHI, Lin. (2017). Masala bond program—nurturing a local currency bond market.

TIGRE, Marcos Constant Bastos. (2022) A hierarquia do sistema monetário internacional e a taxa de câmbio em países emergentes. Trabalho de conclusão de curso (Graduação em Ciências Econômicas). Universidade Federal Fluminense, Faculdade de Economia, Niterói.



“ONDE EU MORO” – UM DOCUMENTÁRIO SOBRE A POPULAÇÃO EM SITUAÇÃO DE RUA

Paulo Gonzaga M. de Carvalho—Pesquisador Finde-UFF¹

“Nada é mais persuasivo que a realidade” – Patrícia Aufderheide

ÍNDICE



Uma mulher negra em situação de rua conta sua história para uma funcionária da área de assistência social. Relata que seu ex-namorado arrombou a porta de seu apartamento e, de revólver na mão, a estuprou. No hospital teve contato com membros de uma ONG que lhe arranjaram um apartamento como alojamento provisório. Depois de algum tempo teve de sair. Ela e os dois filhos (um casal) não tiveram alternativa e dormiram três dias na rua. Posteriormente conseguiram vaga em uma unidade de acolhimento (abrigo) para população em situação de rua. Ela está grávida devido ao estupro. Durante o dia, antes da ida à escola, ela os leva bem cedo para o supermercado onde, no banheiro, fazem a higiene matinal – lavam o rosto, escovam os dentes, penteiam o cabelo etc.

Depois vão para a biblioteca pública, onde tem aquecimento e as crianças podem ver televisão e jogar videogames. O que mais a angustia não é a falta de dinheiro, a gravidez indesejada ou o trauma do estupro. O que mais a angustia é que ela mente para seus filhos, que não sabem o que está acontecendo. Pensam que o abrigo é apenas um acampamento (camping) e não têm consciência de que não possuem um lar. Ela é uma mãe que não conseguiu proporcionar um lar para seus filhos. Chora enquanto conta sua história. A funcionária ouve tudo em silêncio e também chora.

Essa é uma das cenas do documentário “**Onde eu Moro**”, cujo título em inglês é *Lead me Home*, dos diretores Pedro Kos e Jon Shenk

¹ Agradeço as críticas e sugestões de Eloisa Castro e dos editores do Boletim. Um agradecimento especial à professora Susana Schild e aos meus colegas de seu curso de cinema, com quem tenho aprendido muito sobre a arte de ver e analisar filmes.





e em exibição no Netflix. O filme, concorreu ao Oscar de melhor documentário de curta-metragem em 2022. Pedro Kos é um brasileiro radicado nos EUA e esse é seu quarto trabalho como diretor de documentário. Como roteirista, seu trabalho mais conhecido é o filme **Privacidade Hackeada**, sobre o escândalo da Cambridge Analytica. Como editor, participou dos premiados **A Praça**, que trata as revoltas populares no Egito, e **Lixo Extraordinário**, que aborda o trabalho de Vik Muniz. Todos os filmes aqui citados concorreram ao Oscar ou ao Emmy de melhor documentário.

As filmagens de “Onde Moro” ocorreram de 2017 a 2020 e foram antecedidas de meses de conversas com população em situação de rua (PSR), funcionários das prefeituras e de ONGs. Segundo os diretores, todos os integrantes da PSR com quem tiveram contato, queriam ser entrevistados e dar depoimentos sobre sua situação.

O documentário alterna imagens urbanas de Los Angeles, Seattle e São Francisco, com acampamentos de população em situação de rua (PSR), destacando cenas do cotidiano e depoimentos desse segmento populacional. Há tomadas do interior de apartamentos, vistos da

rua, mostrando que a rotina dos “com teto” não é tão diferente assim. Propositadamente as cidades não são claramente reconhecidas, pois a intenção é mostrar que a existência de PSR é um problema de todos os centros urbanos. Apenas uma pessoa, que dá depoimento, é identificada. Em função de entrevistas dadas pelos diretores, e consultando o site do filme, foi possível desvendar o nome ou apelido de outros entrevistados. Possivelmente a intenção foi não personalizar nessas pessoas os problemas apresentados

Dos entrevistados, o de mais alto astral é Futuristic, um negro sempre sorridente e arrumado. A crise provocada pelo 11 de setembro, o colocou na rua, de onde nunca mais saiu. Ganha a vida dançando do Hollywood Boulevard, acompanhando de um saxofonista Squiddy. Sua coreografia é elaborada e criativa. Dança na conhecida calçada da fama onde fica o Dolby Theatre, local da cerimônia de entrega do Oscar. Riqueza, glamour e pobreza estão, portanto, muito próximos. Perguntado, sobre o que mais precisa, responde que é um lugar para morar. Diz que tendo isso, o resto de ajeta. Por sinal essa resposta é recorrente entre os entrevistados. Quem contrataria alguém que não tem um endereço?



Outra pessoa que tem uma ocupação, essa no mercado formal, é uma mulher que trabalha numa empresa de limpeza. Durante o dia está no emprego num hospital e de noite dorme num abrigo. Nem ela, nem Futuristic seriam, à primeira vista, identificados como fazendo parte da PSR. Se poderia cruzar com eles num supermercado e nem imaginar essa realidade. São pessoas comuns.

No outro extremo encontra-se Patty, uma das poucas brancas entrevistadas, sempre triste, deprimida, muitas vezes chorando. Passa a impressão de ser uma pessoa muito frágil emocionalmente. Desde os 19/20 anos integra a população de rua. Difícil determinar sua idade pois parece precocemente envelhecida. Numa cena tocante ela relata a um agente de ONG, num acampamento de PSR, que apanhou novamente do namorado. O funcionário dá a entender que esse tipo de abuso ocorre de forma recorrente com ela e que vai procurar realocá-la.

É com Luis que o filme mais tempo se detém. Não é por acaso, sua vida é uma montanha russa, mas ele tem esperança de que tudo vai mudar. Luis morava com o irmão, mas se considerava um peso para ele. O próprio irmão o colocou num abrigo mas ele acabou na rua. Quando perguntam “se tem contato com a família”, ele chora. Mora ora numa barraca ora num carro, com sua cachorra Luna e se diverte de noite vendo TV pelo celular. Numa cena mais adiante já está num apartamento, naquele momento está trabalhando possivelmente para a Prefeitura, recolhendo lixo da rua, e tem uma renda maior. Entretanto sabe que essa situação é provisória e, no final do filme, ele está de volta ao seu automóvel dormitório. Durante uma distribuição de refeições para PSR, ele comenta com uma funcionária que está otimista e vai sair da rua devido a sua namorada (Zia). Numa bonita cena, ele e a namorada estão numa lavanderia. Enquanto suas roupas são lavadas pelas

máquinas, eles se abraçam e trocam carinhos. Nesse momento não pensam na situação de pobreza e incerteza que os cerca. São só namorados.

Outros depoentes aparecem em tomadas curtas, as vezes só uma ou duas vezes. Numa sequência de entrevistas a uma ONG, para avaliação de vulnerabilidade, há depoimentos dramáticos. “Fui molestado, esfaqueado, levei tiro, fui atropelado”. “Passei por prisão, abuso de drogas, problemas mentais e familiares”. “Perdi meu emprego e com isso meu apartamento”. “Quando assumi que era transgênero perdi todo o apoio de minha família”. “Às vezes sinto muita fome”.

Algumas cenas são curtas, mas marcantes. Uma mulher diz que recebia ajuda do governo, mas como sua renda aumentou, a ajuda foi cortada. Agora está na rua pois a opção era entre pagar aluguel ou dar comida aos filhos. Ela optou pelos filhos. Visivelmente o programa de combate à pobreza, a que ela estava vinculada, foi mal concebido, pois não soube planejar a “porta de saída” para essa situação.

Em outra cena, uma jovem, ao lado de seu namorado, liga para mãe e avisa que provavelmente está grávida. Pelo que ela relata, a reação da mãe foi muito fria – “cuide-se e veja se sai da rua”. Nem a perspectiva de uma neta, aquece o coração dessa futura avó. No final do filme essa garota aparece novamente, agora passeando por Venice Beach (bairro de Los Angeles) com seu bebê num carrinho.

O documentário mostra as prefeituras e as ONGs como atuantes na área. As ONGs entram principalmente com a assistência e as prefeituras com a repressão por meio das remoções. A realidade não deve ser exatamente essa, mas isso é o que apresentado. Existem abrigos, e locais públicos onde são fornecidas refeições, banheiros



e chuveiros – o que é raro no Brasil. Mas fica evidente, para as prefeituras, que tudo isso é insuficiente e que situação vai se tornar mais grave devido ao crescente déficit de moradias. Trazendo mais dificuldades, essa política de apoio humanitário a PSR é questionada. Muito moradores querem que a PSR seja removida para longe de seus bairros, com medo do aumento da criminalidade e do tráfico de drogas. É a conhecida postura NIMBY (Not In My Backyard – “não no meu quintal”) contra a existência, próximos ou em locais residenciais, tanto de acampamentos, abrigos quanto de moradias para a PSR.² Já as ONGs defendem a criação um abrigo por bairro e fazem manifestações ruidosas gritando “Gente está morrendo na sua porta” onde reclamam da insensibilidade de parte da classe média. O filme mostra uma remoção de um acampamento de PSR.

A cidade de São Paulo vive uma situação parecida com a Cracolândia, que é um acampamento de PSR com dependência química³. Como existiam muitas queixas de violência e tráfico de drogas, a prefeitura desmontou a Cracolândia. Dias depois verificou -se que seus integrantes se espalharam por diferentes locais, não muito distantes do original⁴. Ou seja, foi perda de tempo e dinheiro público. É o que ocorre quando a política pública ataca as consequências e não as causas do problema.

Em São Paulo, o padre Júlio Lancelotti tem fornecido refeições aos que estão na Cracolândia.

Essa louvável iniciativa gerou polêmica. Na Assembleia legislativa a ação foi questionada pela deputada Janaina Paschoal (PSL) argumentando que essa iniciativa estimularia a criminalidade⁵, pois mais pessoas seriam atraídas ao local devido a oferta gratuita de comida. Essa é uma das discussões mais antigas, e infelizmente recorrentes, em política social. É a ideia de que ajudar os pobres, só estimula o aumento do número de pobres. Thomas Malthus já dizia isso no século XVIII. Pela mesma lógica, dar ajuda aos viciados, só elevaria o número de viciados.

Não há dúvida que o documentário é importante, tocante e que atinge plenamente seu objetivo que é o de destacar a gravidade do problema, que é a existência da PSR. Isso é feito de forma muito hábil com poucos e bons depoimentos que tornam visíveis os invisíveis e nesse processo os humaniza. Merecia ter ganhado o Oscar. Mas isso não quer dizer que o filme não tenha limitações. A maior, que fica explícita nas entrevistas dos diretores, é de que foram selecionadas principalmente as pessoas com as quais o público poderia se identificar, pois o objetivo era mostrar que pessoas comuns podiam estar em situação de rua. O que não deixa de ser verdade, qualquer pessoa que passe por sérios problemas financeiros e que não tenha uma retaguarda financeira, apoio da família, amigos ou do governo, vai acabar indo para uma situação de rua. Mas essa é apenas uma das situações possíveis que levam uma pessoa a situação de rua. Foram deliberadamente excluídas pessoas com

² Esse problema é disseminado, vide oposição ao Programa Reencontro do Governo de São Paulo e a política da Finlândia de dar moradia a toda PSR. <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2022/07/27/cidade-de-sp-amplia-vilas-modulares-para-sem-teto.ghtml> e https://brasil.elpais.com/brasil/2019/08/30/internacional/1567183974_693033.html ambos acesso em 06/08/2022

³ Segundo pesquisa da prefeitura paulista, 29,5% da PSR está nessa situação devido à dependência de álcool e outras drogas. <https://www1.folha.uol.com.br/cotidiano/2022/01/na-pandemia-quase-dobra-o-numero-de-familias-que-vivem-nas-ruas-de-sao-paulo.shtml> acesso em 06/08/2022

⁴ <https://www1.folha.uol.com.br/cotidiano/2022/07/apos-dispersao-da-cracolandia-usuarios-de-droga-ocupam-16-pontos-no-centro-de-sp.shtml> acesso em 06/08/2022

⁵ <https://www1.folha.uol.com.br/cotidiano/2021/08/se-e-religioso-nao-deveria-se-portar-como-intocavel-diz-janaina->



problemas mentais e viciados, pois a população americana, segundo os diretores, os associa fortemente a PSR, o que gera antipatia. Quem é viciado ou tem problemas mentais não seria uma pessoa comum que poderia ser seu vizinho, o público não se identificaria com elas. Também seria muito difundida no EUA a ideia de que as pessoas estão na rua porque querem, como se a culpa fosse da vítima, e não por falta de opção.

Esse é um documentário para gerar simpatia por uma causa, não é para discutir a complexidade do problema, e por isso acaba fazendo análises simplistas, como associar o problema apenas à falta de moradia. No entanto, aprofundar o tratamento do tema tornaria o documentário mais longo e, portanto, menos comercial.

Várias causas contribuem para existência da PSR. As principais são: problemas econômicos; dependência de drogas; problemas mentais; conflitos familiares. O paradoxo é que as cidades onde o filme foi realizado, são ricas, em boa medida devido ao Vale do Silício. Esse aumento de riqueza, no entanto, veio acompanhado do aumento de pobreza. Esses locais, devido à prosperidade, se tornaram polos de atração de mão de obra. Com isso sobem o valor dos aluguéis, e os mais pobres ficam sem moradia.⁶ No Brasil, o IPEA, estima a PSR em aproximadamente 220 mil pessoas, em março de 2020.⁷ Todo esse processo foi agravado pela crise econômica gerada pela pandemia. Na cidade de São Paulo, por exemplo, a PSR cresceu 31% com

a pandemia, atingindo, em 2021, o patamar de quase 32 mil pessoas.⁸

Uma boa notícia é que quase todos os entrevistados, com os quais o site do filme mantém contato – são sete ao todo - estão em situação melhor agora, certamente em parte devido ao sucesso do filme. O que pode ser constatado por seus perfis no Instagram, onde têm 1530 seguidores.

Luis perdeu sua cachorra e ainda não conseguiu um apartamento. Futuristic e Squiddy já têm onde morar e vivem de sua música e dança. A mulher negra grávida – seu nome novamente não é identificado – conseguiu trabalho, onde ajuda pessoas em situação de rua, e já tem onde morar. Mas, infelizmente, não há notícias sobre Patty, o que é preocupante.

O site do filme merece ser visitado também por que nele há muito material sobre PSR - <https://www.leadmehomefilm.com/learn/>, tanto guias para discussão, como textos para serem usados em sala de aula. Os responsáveis pelo filme estão empenhados em levar essa discussão para as salas de aula das escolas dos EUA.

Há que reconhecer o mérito da Netflix em assumir a distribuição mundial do filme. Sem isso, e a indicação ao Oscar, o filme poderia passar despercebido. A empresa tem como política atingir diferentes públicos, incluindo os que gostam de filmes independentes e documentários⁹. Mas essa política é sustentável?

⁶ Esse problema atinge até estudantes universitários. Vide <https://www1.folha.uol.com.br/mundo/2020/02/sem-dinheiro-para-moradia-estudantes-dormem-dentro-de-carros-na-california.shtml> acesso em 08/08/2022

⁷http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/10074/1/NT_73_Disoc_Estimativa%20da%20populacao%20em%20situacao%20de%20rua%20no%20Brasil.pdf acesso em 08/08/2022

⁸<https://www1.folha.uol.com.br/cotidiano/2022/01/na-pandemia-quase-dobra-o-numero-de-familias-que-vivem-nas-ruas-de-sao-paulo.shtml> acesso em 06/08/2022. O IPEA e a Prefeitura de São Paulo utilizaram diferentes metodologias para estimar o tamanho da PSR. Sobre esse tema vide Carvalho e Oliveira 2022.

⁹ Outro mérito da Netflix é ter produzido, sobre a PSR, uma série muito interessante e realista chamada “Maid” – escrita por Molly Smith Metzler e inspirada em fatos reais - que chegou a estar entre as mais vistas. Nela uma jovem mãe - interpretada por Margaret Qualley - separa-se de um marido abusivo e não tem para onde ir. A personagem chega a dormir



Talvez não seja. O serviço de streaming está tendo prejuízos devido a maior concorrência e ao fim do isolamento social. Já adiantou que vai cortar custos, aceitar propaganda, e ser mais seletivo na escolha de seus projetos. Na lista dos dez filmes mais vistos, atualizada diariamente, que eu me lembre, nunca constou um documentário. Isso é um mau sinal.

Bibliografia

Aufderheide, P. (2007) *Documentary film – a Very short introduction* – Oxford University Press – New York

Carvalho, P e Oliveira, S. (2022) *População em Situação de Rua – Alguns problemas metodológicos de dois levantamentos recentes* in *Boletim Finde* jan/abr de 2022, V. 3, n.1 disponível em <http://finde.uff.br/wp-content/uploads/sites/43/2022/04/Relatorio-7-1.pdf> acesso em 08/08/2022

Onde eu Moro no site IMDb

<https://www.imdb.com/title/tt15339848/>

CINEVITOR_406: Entrevista com Pedro Kos | Onde Eu Moro + Oscar 2022

https://www.youtube.com/watch?v=Ou0E3taN_bg

Oscar Shorts shortlist | LEAD ME HOME (Netflix) - Q&A | Film Independent Presents

<https://www.youtube.com/watch?v=58FKIS3WMug>

Pedro Kos and Jon Shenk ('Lead Me Home' directors) on examining the homelessness crisis in America

<https://www.youtube.com/watch?v=4i7Pmpntvms>

Maid no site da IMDb

<https://www.imdb.com/title/tt11337908/>

The Project Florida no site IMDb

https://www.imdb.com/title/tt5649144/?ref_=nv_sr_srsq_0

Ficha técnica

Onde eu moro (Lead Me Home)

Dirigido por Pedro Kos e Jon Shenk

Produzido por Richard Berge, Bonni Cohen e Serin Marshall

Distribuído pela Netflix

Editado por Don Bernier e Pedro Kos

Música de Gil Talmi

Duração: 39 minutos

Lançado em 30/11/2021

<https://www.leadmehomefilm.com/>



BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.3, n.2, mai/ago de 2022.
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.



SOBRE O FINDE:

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

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

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

COORDENAÇÃO DO GRUPO:

Carmem Feijó - Professora Titular de Economia (UFF)

VICE-COORDENAÇÃO:

Adriano Sampaio - Professor de Economia (UFF)

ENDEREÇO:

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

CONSELHO EDITORIAL DO BOLETIM:

Carmem Feijó – Editora Chefe

Adriano Vilela Sampaio - Editor

Fernanda Feil - Editora

EDITORES ASSOCIADOS:

Caio César de Azevedo, Daniel Consul,

Daniel Henriques, Eduardo Mantoan, Júlia Leal,

Linnit Pessoa e Vinicius Centeno

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Adriano Vilela Sampaio

adrianovs@id.uff.br

Carmem Feijó

cbfeijo@gmail.com

Daniel Consul

daniel.consul@outlook.com

Fernando A. Teixeira

fernando_tx@yahoo.com.br

Julia Braga

jbraga@id.uff.br

Júlia Leal

juliaa.leal@hotmail.com

Marcos C. B. Tigre

mcbtigre@id.uff.br

Paula Sarno

paulasarno@id.uff.br

Paulo Gonzaga M. Carvalho

pgmcarvalho@openlink.com.br

Thiago Antonioli

thiagomantonioli@hotmail.com

Vinicius Brandão

v.brandao91@gmail.com

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