

2023: Retorno ao bom debate econômico



AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio – Carmem Feijó - Eduardo Bassin – Fernanda Feil -
Fernando Ferrari Filho – Linnit Pessoa - Luiz Fernando de Paula – Marco Flavio da
Cunha Resende – Mauricio Weiss – Miriam Oliveira - Norberto Martins – Róber
Iturriet Avila – Vinicius Centeno – Paula Marina Sarno



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

BOLETIM FINDE: v.4, n.1, 2023

2023: Retorno ao bom debate econômico

www.finde.uff.br

Sumário

Apresentação - 2023: Retorno ao bom debate econômico.....	1
Tudo que é sólido desmancha no ar	3
Taxa de Juros, Convenções e Crescimento da Economia Brasileira	7
Reduzir a Vulnerabilidade Financeira das Famílias Brasileiras: quais são as pedras que estão no meio do caminho?.....	16
Regime de Metas de Inflação e seus efeitos sobre a economia brasileira: reflexões para 2023	22
Reflexões sobre a proposta de regime fiscal.....	30
Não é só a inflação que prejudica os mais pobres, a elevada taxa de juros prejudica muito mais.....	40
Pecado original e economias emergentes e em desenvolvimento no período 2005-2021	47
Economia política comparada e a performance do crescimento nos BRICS: um estudo a partir contabilidade do crescimento inspirada no supermultiplicador Sraffiano	57
Modelo de avaliação de Fundos Soberanos: Uma ferramenta para Fundos Regionais a partir da experiência do Estado do Rio de Janeiro	72
Seção Finde Artigos - Uma reflexão pós-crise financeira de 2008 da política prudencial brasileira.....	80

Apresentação

2023: Retorno ao bom debate econômico

Carmem Feijó

Professora da UFF e coordenadora do Finde/UFF

Adriano Vilela Sampaio

Professor da UFF e coordenador do Finde/UFF

Fernanda Feil

Professora credenciada da UFF e pesquisadora do Finde/UFF

1

O ano de 2023 se inicia com uma renovação positiva nos temas na mesa de debate sobre a economia brasileira. Uma vez anunciada a composição ministerial do novo governo, representativa da diversidade regional, de gênero e de etnias do país, as agendas de trabalho vão sendo organizadas e ganhando espaço na mídia. Esse é um movimento importante para neutralizar as tentativas de golpe, todas frustradas, dos perdedores das eleições. **Novos ares, novos horizontes.**

Reconhece-se a enorme dificuldade de reconstrução da economia brasileira num contexto de grande polarização de entendimentos sobre os rumos a serem traçados para recuperarmos a capacidade de crescer e de melhorar as condições de vida para a população. A rede de *'fake news'*, estimulada ao longo dos últimos quatro anos, com certeza é um elemento importante que não deve ser desprezado pela sua capacidade desagregadora na formação de opiniões e no fomento ao ódio na sociedade brasileira. Dificuldades no campo econômico também são desafiadoras, tendo em vista o desmonte da capacidade de intervenção de instituições públicas para atuarem como reguladoras, fiscalizadoras e gestoras do patrimônio público e de prestadoras de serviços não mercantis à população. A reconstrução da capacidade do Estado em atuar de forma republicana na vida pública é condição *sine qua non* para o fortalecimento da democracia em nosso país.

A grande aposta para recuperar a capacidade de crescer com equidade social e responsabilidade ambiental é a capacidade de comunicação e articulação do atual presidente eleito, já testada em inúmeras ocasiões relevantes para a história de nosso país. Assim, é possível vislumbrar que há esperança de que através do bom debate de ideias e de reorganização da administração pública que a economia brasileira retorne a uma trajetória de desenvolvimento econômico.



As notas que integram o atual número do Boletim Findo são uma contribuição ao bom debate em economia.

Boa Leitura!



Tudo que é sólido desmancha no ar*

Luiz Fernando de Paula

Professor do IE-UFRJ, Coordenador do GEEP/IESP-UERJ, pesquisador associado ao Observatório do Sistema Financeiro (OSF/IE-UFRJ) e ao Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF).

Fernando Ferrari Filho

Professor Titular Aposentado do Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFRGS.

3

Em seu livro de 1982, *“Can ‘It’ happen again?”*, Hyman Minsky, economista norte-americano que desenvolveu a hipótese de fragilidade financeira, o que levaria mais tarde a ser tornar o profeta da crise financeira internacional de 2007-2008, o *“It”* se referia à possibilidade de que as crises financeiras que ocorreram nos anos 1970 nos Estados Unidos (EUA) pudessem se tornar em outra Grande Depressão, como àquela ocorrida no período 1929-1933.

A resposta de Minsky para sua pergunta é que apesar da tendência crescente de fragilização típica de uma economia em euforia (seu aforisma conhecido era de que “um período prolongado de estabilidade gera a instabilidade”) ela não iria acontecer, uma vez que o sistema financeiro norte-americano ainda se encontrava razoavelmente regulamentado, e, junto com isso, o governo, ao desempenhar sua função de *“Big Bank”* (banco central como prestador de última instância do sistema financeiro) e *“Big Government”* (política fiscal anticíclica), impediria que a Grande Depressão pudesse acontecer de novo.

Como se sabe, a fé na capacidade de auto regulação do mercado, em um contexto de mercados financeiros crescentemente desregulamentados, criou as condições para que a crise financeira internacional acontecesse. Uma crise em um segmento específico do mercado imobiliário (*subprime*) acabou resultando em um curto-circuito em todo o sistema financeiro norte-americano, se alastrando na sequência para o resto do mundo.

A partir da crise financeira internacional constatou-se que o setor bancário tinha um comportamento eminentemente pró-cíclico ao risco, ou seja, no *boom* cíclico os bancos têm uma tendência a assumir maiores riscos na concessão de crédito, em função da

*Este artigo é uma versão estendida do artigo publicado no Valor Econômico, 31/3/2023. Agradecemos as sugestões de Daniela Prates, isentando-a de erros e omissões remanescentes.



melhoria nas expectativas em relação ao desempenho da economia, algo que Minsky, diga-se de passagem, havia observado nos anos 1970.

Semelhante à referida crise de 2007-2008, recentemente tanto o sistema financeiro norte-americano quanto a economia mundial têm passado por dificuldades devido à falência de três bancos nos EUA: Silicon Valley Bank (SVB), *Signature Bank* e *Silergate Bank*. Como consequência, houve uma crise de confiança que levou a fortes preocupações quanto à solvência do *First Republic* e do *Credit Suisse*, que sofreu intervenção do governo suíço, e do Deutsche Bank AG, que se tornou o foco da turbulência bancária na Europa, evidenciando, assim, que a globalização financeira contribui para espalhar rapidamente uma crise no mundo.

No meio deste turbilhão, o FED (banco central norte-americano) atuou rapidamente. Por um lado, exercendo seu papel de “*Big Bank*”, o FED evitou um pânico no setor bancário, criando uma linha de empréstimos emergenciais por um ano para bancos e outras instituições elegíveis (“*Bank Term Funding Program*”), em que o FED desconta os títulos públicos pelo seu valor de face e não pelo valor de mercado, uma medida que vai contra a Doutrina Bagehot, segundo o qual o emprestador de última instância deve praticar taxas de juros punitivas. Por outro lado, ele anunciou um acordo com o Banco Central Europeu, o Banco da Inglaterra, o Banco Nacional Suíço, o Banco do Canadá e o Banco do Japão para mudar as regras dos leilões em dólares de semanais para diários (*swaps* diários foram usados pela primeira vez durante a crise da Covid-19).

Além disso, houve o anúncio da ampliação de garantia para todos os depósitos do SVB e *Signature Bank* – a regra existente garantia depósitos de até US\$ 250 mil pelo FDIC (fundo garantidor de depósitos), o que seria insuficiente para mais de 90% dos depósitos de depositantes do SVB –, a grande maioria empresas do Vale do Silício. Essa medida de garantia para todos os depositantes não havia sido tomada nem durante a crise financeira internacional.

A sensação que ficou é que, parafraseando o famoso livro de Marshall Berman, de 1982, “tudo que é sólido desmancha no ar”. Afinal, o estresse bancário que tivemos recentemente não foi resultado de um ciclo longo de expansão com estabilidade de preços, como ocorreu até 2007, naquilo que ficou conhecido como Grande Moderação. Muito pelo contrário, as economias em geral vinham se recuperando dos efeitos da pandemia da Covid-19, mas sem configurar um ciclo vigoroso de crescimento. Ou seja, não se pode falar em uma tendência de fragilização financeira *à la* Minsky.

Para entender o que aconteceu, sem pretender esgotar o assunto, gostaríamos de levantar duas questões.



Em **primeiro** lugar, é necessário entender a natureza da firma bancária: bancos são transformadores de maturidades, pois recebem (ou criam) depósitos demandáveis e levantam fundos no mercado de curto prazo, aplicando em ativos de maturidades mais longas (empréstimos e títulos em geral). O descasamento de maturidades permite que eles ofereçam o compartilhamento de riscos aos depositantes, mas também os expõem à possibilidade de que todos os depositantes retirem seus recursos monetários a qualquer momento. Se for possível precificar que os bancos terão perdas que ameacem os patrimônios líquidos dos depositantes, logo estes retiraram seus fundos rapidamente.

O medo de insolvência de um banco levanta preocupações sobre a insolvência de outros bancos, e corridas bancárias podem gerar um efeito contágio que resulta em um “pânico bancário” e, por conseguinte, crise sistêmica. Normalmente, antes que isto ocorra, o banco central e as entidades regulatórias procuram agir rapidamente para evitar que um pânico se instaure como resultado da quebra de confiança no setor bancário.

A literatura econômica mostra que o risco sistêmico pode ser resultante de três fenômenos: (i) reação em cadeia, em que a falência inicial de um banco leva a uma série de outras falências, uma vez que há forte interconexão entre os bancos; (ii) um resultado de uma expansão cíclica da economia que gera uma tendência de fragilização financeira face ao crescente endividamento dos agentes econômicos; e (iii) choque em comum, decorrente de um “macro choque” que produz efeitos simultâneos e adversos sobre todo setor bancário (um exemplo é a crise da conversibilidade na Argentina em 2001).

Voltemos à crise atual. No caso da falência do SVB, seu passivo estava concentrado em uma clientela pouco diversificada (e com depósitos com valores acima da cobertura de depósito) e seu ativo, para explorar ganhos em uma conjuntura de baixa taxa de juros, concentrado em títulos públicos de maturidades longas. Como uma firma bancária que busca maximizar seus lucros, o SVB não fez *hedge*, através do uso de derivativos, contra possíveis mudanças das taxas de juros, principalmente porque a liquidez financeira, devido às medidas monetárias para mitigar os impactos do COVID-19, continuava bastante elástica e barata e, assim sendo, as perspectivas de maximização dos lucros eram elevadas.

Com o rápido aumento da taxa de juros por parte do FED – elevando-a de 0,25% em março de 2022 para 5,0% em março de 2023 – os preços de mercado dos títulos públicos caíram bruscamente, cujas consequências foram a desvalorização dos ativos financeiros e os problemas de curto prazo no *balance sheet*, com efeitos sobre a sua solvência no longo prazo, gerando, assim, uma crise de confiança que levou à rápida retirada dos depósitos bancários por partes dos clientes. Note, contudo, que não se trata de uma falência causada por uma expansão de empréstimos de alto risco ou por um choque



exógeno que atinge todo o setor bancário, ou parte dele, como ocorreu durante a crise financeira internacional. Afinal, em tese, qual é a aplicação mais segura do que os títulos públicos, ainda mais os dos EUA?

Em **segundo** lugar, um outro fator destacado por Minsky deve ser ressaltado: o perigo de um sistema financeiro mal regulamentado. Nos anos 1990, ele mostrava sua preocupação com a desregulamentação do sistema financeiro norte-americano, iniciada no governo Bill Clinton, que, diga-se de passagem, foi intensificada, durante o governo Donald Trump, quando houve o relaxamento de normas relativas à Lei Dodd-Frank de 2010, lei que tinha como objetivo reparar as falhas regulatórias e condutas abusivas e irresponsáveis das instituições financeiras. Pela Lei do Alívio Regulatório aprovada em 2018, o SVB foi isento da supervisão ampliada das entidades regulatórias. Houve ainda uma isenção de cinco anos para cumprimento da Regra Volcker, que limita os bancos fazerem operações especulativas, como aplicações em fundos de *hedge* e *private equity*. Acrescente-se que as reformas regulatórias pós-2008, que criou o Conselho de Supervisão Financeira, pouco alterou a complexa e pouco eficiente estrutura regulatória institucional dos EUA.

É muito pouco provável que tenhamos uma crise financeira em nível global, como tivemos em 2007-2008, até mesmo em função da pronta reação das autoridades econômicas. Contudo, duas reflexões finais nos parecem pertinentes: (i) uma das lições do atual estresse bancário é a necessidade de se levar devidamente a sério a implementação de uma estrutura regulatória suficientemente abrangente e segura para diminuir a probabilidade de estresses e até mesmo crises bancárias globais; e (ii) o FED se encontra em um *trade-off*, qual seja, continuar elevando os juros para tentar controlar uma inflação que não necessariamente é de demanda ou manter e, talvez, reduzir os *fed funds* para assegurar a estabilidade do sistema financeiro norte-americano.



Taxa de Juros, Convenções e Crescimento da Economia Brasileira

Marco Flávio da Cunha Resende

Professor do Cedeplar-UFMG e pesquisador do CNPq, do Finde/UFF e do OBC

7

O presidente Lula tem envidado esforços para a retomada do crescimento da economia brasileira. Origina-se aí sua briga com o banco central pela queda da taxa de juros, requerida para a ampliação do crédito para consumo e investimento. Tomando como base seus discursos, Lula parece ter constatado que sem perspectiva de crescimento da demanda a atividade econômica e a geração de emprego não reagem. Em seu discurso de posse, o presidente chamou o Teto de Gastos de “estupidez” e afirmou que “a roda da economia vai voltar a girar e o consumo popular terá papel central neste processo”¹. Com efeito, o lucro é resultado desejado, mas, incerto e de difícil alcance. O empresário tem que estar confiante no sucesso do seu empreendimento para abrir mão da liquidez e investir em capital fixo, estimulando a atividade econômica e a geração de emprego e renda – o mesmo vale para bancos na sua atividade de concessão de crédito.

Componentes da Demanda e Possibilidades do seu Crescimento

Se a economia é guiada pela demanda, cabe avaliar a possibilidade de crescimento dos seus quatro componentes no Brasil, a saber, consumo, gastos do governo, exportações e investimento. Os elevados níveis de endividamento das famílias e o desemprego dificultam a tomada de crédito para consumo – a taxa de desemprego caiu abaixo de 10%, mas, esta queda reflete, em parte, o movimento de trabalhadores que saíram da força de trabalho por falta de esperança. Ademais, parcela significativa dos trabalhadores está ligada ao trabalho precarizado e salários aviltados.

Os gastos do governo estão limitados pelo Teto dos Gastos, que tem no investimento público sua variável de ajuste. Em consequência, o investimento público encontra-se

¹ <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2023/01/lula-prega-papel-do-estado-na-economia-chama-teto-de-estupidez-e-fala-em-nova-lei-trabalhista.shtml>



em piso histórico, incapaz de impedir sequer a deterioração da infraestrutura do país, com efeitos negativos para sua competitividade – em 2021 o investimento público foi de 2,05% do PIB, o segundo pior resultado da série histórica, iniciada em 1947, do Observatório de Política Fiscal do IBRE-FGV².

O Teto dos Gastos mostrou-se inexecutável. Foi furado várias vezes, inclusive com a ‘PEC da Transição’, que viabilizou o aumento dos gastos sociais e causou reações do mercado financeiro que resultaram em aumento das taxas de juros e consequente elevação dos próprios gastos do governo (nesta rubrica). Uma aparente contradição que se explica pela aceitação do aumento dos gastos públicos (com juros) quando os agentes que reagem à deterioração fiscal do governo são os mesmos que se beneficiam desse aumento de gastos. Portanto, nova regra fiscal, prometida para abril, e o fim do teto dos gastos são medidas bem-vindas.

As exportações, além de dependerem em boa medida de fatores que o governo não controla (crescimento da economia mundial e preços das commodities), geram um empuxo limitado para a economia, pois eram cerca de 12% do PIB em 2019 e 17% do PIB em 2022, no pós-pandemia (IBGE, 2023).

O último componente da demanda, o investimento privado, é volátil e depende da confiança dos empresários (e dos bancos) na sua lucratividade, em meio à incerteza que permeia qualquer economia. Como acreditar no retorno positivo do investimento em capital fixo se os demais componentes da demanda estão emperrados, muitas vezes pela própria política econômica, como é o caso do Teto dos Gastos e da elevação da taxa de juros básica (Selic), cuja redução é pré-condição para o aumento do crédito? O investimento privado, em geral, é o último a reagir. Somente quando há perspectiva de crescimento da demanda por meio dos seus demais componentes é que a confiança empresarial sobe para o investimento privado emergir.

Portanto, além do aumento do consumo por meio dos programas de transferência de renda, do aumento real do salário-mínimo e da correção (parcial) da faixa de isenção do imposto de renda da pessoa física, propostos no programa do governo Lula, o aumento do crédito e do investimento público são centrais para a geração de emprego e renda no Brasil. Programas de transferência de renda, mudanças na faixa de isenção do imposto de renda, aumentos do salário-mínimo e do investimento público dependem da situação fiscal do governo que, por seu turno, é afetada pela política monetária. Do mesmo modo, o aumento do crédito depende, em boa medida, da

² <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/series-historicas/investimentos-publicos/investimentos-publicos-1947-2021>



redução da taxa Selic, determinada pelo banco central que, por sua vez, se tornou independente (de quem?) e poderá praticar política monetária descoordenada da política fiscal e dos objetivos do governo (executivo federal) – o programa Desenrola, para endividados, poderá contribuir para impulsionar o crédito.

A Dívida Pública e a Confiança

O excesso de gastos do governo em relação às suas despesas é financiado pelo aumento da dívida pública. Quando a dívida pública cresce em relação ao PIB, aumenta a desconfiança sobre a capacidade do governo em honrar seus compromissos financeiros, pois sua arrecadação depende do tamanho do PIB. Há críticas sobre o indicador dívida/PIB enquanto sinalizador para esse fim, na medida em que a dívida está em moeda doméstica (reais) e é um estoque, enquanto o PIB é fluxo. Ademais, na literatura Pós-Keynesiana a principal função da moeda é ser unidade de conta. Ela é a unidade de um sistema de registro de valores, de débitos e créditos, sendo demandada e com aceitação generalizada por ser a unidade de conta de contratos e unidade de valor aceita pelo Estado para pagamentos de impostos. A moeda é uma unidade de crédito contra o Estado, uma dívida do Estado na medida em que o governo gasta antes de adquiri-la e apenas credita unidades monetárias equivalentes ao seu gasto nas contas (reservas bancárias) dos que lhe venderam mercadorias, ativos ou serviços. Ao gastar, o governo “emite” reservas bancárias. (RESENDE, 2019, p. 9). É necessário que os agentes privados tenham a moeda em mãos para pagar impostos, comprar dívida pública ou ativos públicos e, por isso, os gastos públicos antecedem o recolhimento de impostos ou a venda de dívida e de ativos públicos. Portanto, em se tratando de gastos em moeda doméstica, o governo não tem restrição financeira e a moeda é criada endogenamente a partir dos gastos públicos e da expansão do crédito pelo sistema bancário (gastos privados).

Porém, também se argumenta na literatura Pós-Keynesiana que a estabilidade do valor da moeda depende de convenção social que é sustentada pela negligenciável sensibilidade da sua oferta em relação à sua demanda e, por isso, sua emissão não pode ser descontrolada (RESENDE, 2021). Além disso, é fato que o mercado financeiro reage à expectativa de aumento da relação dívida/PIB, causando aumentos da taxa de câmbio e impulsionando a inflação e a inclinação da curva de juros, com efeitos deletérios para as contas públicas. Isso mostra que as expectativas são centrais em economia: na dívida, os agentes reagem de modo conservador, buscando ativos líquidos para proteger sua riqueza e causando efeitos indesejados no lado real da economia.



Expectativas que levam à corrida para a liquidez se mostram ainda mais aguçadas quando o governo de plantão tem orientação ideológica distinta da dos agentes do mercado financeiro. Neste caso, há uma má vontade do mercado para com o governo e suas políticas, que se traduz em acirramento das expectativas e da preferência pela liquidez, afetando de modo indesejado variáveis econômicas centrais, como a taxa de câmbio e a inflação. O trabalho para governos com orientação ideológica distinta da do mercado fica, então, redobrado, na medida em que vale a máxima de que “à mulher de Cezar não basta ser honesta, tem também que parecer honesta”.

Todavia, diversos países, ainda em desenvolvimento como o Brasil, possuem uma relação dívida/PIB superior à nossa. Citando alguns, este indicador está em 182% no Sudão, 193% na Grécia, 172% no Líbano, 124% no Suriname, 105% no Sri Lanka, 101% em Moçambique, 89% na Jordânia, segundo a *Trade Economics*³. Para citar alguns países desenvolvidos, a relação dívida/PIB é de 129% nos Estados Unidos, 97% no Reino Unido, 113% na França, 145% na Itália e 263% no Japão. No Brasil, ela está em 73,5%.

Por que, então, o mercado está desconfiado sobre a capacidade do governo brasileiro em honrar sua dívida (principal e juros)? A questão não é o patamar da relação dívida/PIB, mas sua estabilidade. A perspectiva de descontrole da razão dívida/PIB causa pânico. Entra em cena, então, outra variável chave da economia: a confiança. Se o governo souber se comunicar e mostrar que a dívida pública irá crescer para financiar o aumento do investimento público, do salário-mínimo real, os programas de transferência de renda, etc, e que em seguida a relação dívida/PIB estará em patamar mais elevado, porém, estabilizada, a política econômica poderá ter êxito em produzir a retomada do crescimento da economia.

Comportamento Convencional

O principal economista do século XX, John Maynard Keynes, chamou a atenção para as convenções, que são crenças compartilhadas, cuja importância nem sempre é percebida na literatura econômica. As crenças compartilhadas embasam as expectativas dos agentes que, por sua vez, são voláteis, pois oscilam ao sabor das mudanças de opinião e do humor do mercado. Na medida em que o ambiente econômico é dinâmico e está em constante mudança, no caso da economia a probabilidade não é o resultado de frequências estatísticas, mas um “grau de crença racional”, impedindo o comportamento dos agentes segundo “expectativas racionais”. De outro lado, “expectativas adaptativas” são possíveis apenas nas decisões de curto

³ <https://tradingeconomics.com/matrix>



prazo, quando o ambiente econômico se apresenta, na maioria das vezes, com relativa estabilidade, como é o caso da decisão sobre o volume da produção (CARVALHO, 2014). Nas decisões de longo prazo, como é o caso do investimento, prevalece a incerteza não probabilística.

Se o retorno do investimento é incerto, como saber de antemão se ele trará lucro? Se a maioria dos agentes compartilha uma crença otimista, a confiança na expectativa de lucro cresce, pois espera-se que aqueles que compartilham da crença otimista irão agir na direção que ela aponta, alterando seu portfólio e privilegiando ativos menos líquidos (mas, com maior retorno monetário esperado) no processo de alocação da sua riqueza. O resultado é uma profecia autorrealizável que leva ao aumento do crédito, do consumo e do investimento privado. Mais ainda, se há uma crença compartilhada sobre o acerto na formulação das políticas econômicas, a eficácia destas aumenta, pois se espera que aqueles que compartilham esta convenção irão responder ao chamado das políticas econômicas (CARVALHO, 2014).

Mas o descontrole da relação dívida/PIB não estimula uma convenção negativa? Sim, por isso mesmo Keynes advogou pelo equilíbrio orçamentário no longo prazo, mas sem abrir mão da política fiscal contracíclica. Nos períodos de crescimento econômico, a arrecadação do governo cresce e seus gastos de investimento podem ser reduzidos, produzindo superávits em suas contas que, por sua vez, serão usados para financiar o aumento deficitário do investimento público nas fases de desaceleração da economia, suavizando o ciclo econômico sem pressionar a dívida pública. Afinal, convenções importam. Não foi à toa que Keynes (2013b, p.352) argumentou que “o déficit (público) deve ser admitido em último caso” e não se deve “confundir a ideia de um orçamento de capital (contracíclico e, na média, equilibrado) com o particular e desesperado expediente do financiamento deficitário”. Nesta mesma linha, um reconhecido Keynesiano argumenta:

“As dívidas incorporam [...] promessas de pagamentos. Para que essas promessas tenham valor qualquer devedor tem que ser capaz de gerar um fluxo de caixa positivo a seu favor [...] "Tem que ser capaz" não significa fazer. Uma unidade pode ter fluxos de caixa negativos por um período considerável e seu passivo ainda teria valor porque é aceito que os fluxos de caixa negativos são transitórios [...]. Não há nada de especial na dívida do governo, e pode ocorrer uma fuga da sua dívida. Para uma dívida em moeda externa, tal fuga levará a uma depreciação cambial; para uma dívida em moeda doméstica, a fuga pode levar à inflação e à necessidade de pagar juros cada vez mais altos para o refinanciamento da dívida pública [...]. Qualquer desvio de um orçamento público equilibrado ou superavitário deve ser entendido como transitório.” (MINSKY, 1986, p. 336-338).

Cabe ao governo construir uma convenção otimista e a política fiscal contracíclica colabora para isso na medida em que sustenta a confiança de empresários e bancos de



que o governo não deixará a desaceleração (ou recessão) econômica chegar. Um nível mínimo de demanda para o cálculo empresarial do lucro estará garantido pela política contracíclica. De outro lado, o Estado deve ser cooperativo com o setor privado, investindo onde em geral o setor privado não está presente ou estimulando investimentos privados. Ao falar da ‘socialização dos investimentos’, Keynes (2013a, p. 238) argumenta que “Não é a propriedade dos instrumentos de produção que importa que o Estado assuma. Se o Estado for capaz de determinar o montante de recursos destinados a aumentar os instrumentos e a taxa de retorno para aqueles que os possuem, terá realizado tudo o que é necessário”. Investimentos públicos contracíclicos em infraestrutura, em transição para energias limpas, ao lado do investimento robusto em saúde, educação e ciência e tecnologia, são exemplos de gastos do governo que estimulam o lucro privado não apenas por elevar a demanda agregada, mas também por reduzir custos de produção e aumentar a produtividade. Investimentos públicos com esta característica podem estimular a confiança em um futuro lucrativo, e a convenção otimista que daí decorre se mostrará importante mecanismo para estabilizar as voláteis expectativas empresariais e fazer crescer o investimento privado.

Obviamente, a convenção otimista não emergirá sem a adequada coordenação da política fiscal com as demais políticas econômicas. Em particular, a política cambial deve trabalhar para sinalizar uma taxa de câmbio o mais estável possível e garantir competitividade internacional aos produtores nacionais, enquanto a política monetária deve estabilizar as taxas de juros em patamar baixo, até o ponto em que não implique risco inflacionário. A boa comunicação do banco central com o mercado também colabora para a construção de convenção sobre a estabilização dos preços, estimulando expectativas de baixa inflação. Não é papel do banco central cancelar todo e qualquer recrudescimento das expectativas inflacionárias do mercado, elevando os juros. Ao contrário, a autoridade monetária deve mostrar, quando for o caso, que esse recrudescimento não faz sentido, sendo apenas fruto do pânico natural que habita a economia permeada por incertezas – e, sendo menos ingênuo, fruto também da especulação e *lobbies* dos rentistas. Por isso, o banco central pode responder de maneira oposta ao esperado pelo mercado, desde que saiba comunicar e mostrar que sua política está correta, faz sentido e está coordenada às demais políticas econômicas. A independência do banco central não favorece este processo que, ainda assim, é possível.

O Caso do Brasil

Deste modo, a boa comunicação do governo, em suas várias esferas, contribui para o sucesso da política econômica. É sobejamente conhecida a capacidade de Lula de



articulação e de comunicação com o mercado, com o mundo político e com a população em geral. Não foi à toa que ele se mostrou o único capaz de derrotar nas urnas aquele que usou como ‘nunca antes neste país’ recursos financeiros e a máquina do Estado brasileiro a seu favor no pleito de 2022, a despeito de todas as outras candidaturas apresentadas à época. O ministro Haddad também tem mostrado boa comunicação e capacidade de articulação. O êxito da política econômica depende da construção de convenção otimista e se inicia com a comunicação e articulação política, que já começaram.

Todavia, apenas capacidade de articulação e bons discursos são insuficientes. O financiamento das medidas que propiciarão a retomada do crescimento da economia brasileira pode ser feito, em parte, pelo aumento da dívida pública, mas, é imprescindível a demonstração de que a razão dívida/PIB irá crescer, mas se estabilizar no futuro próximo. Sem ela, a convenção otimista não se sustenta e dá lugar ao pânico, levando à fuga para a liquidez e ao esmorecimento do investimento privado. Em consequência, o crescimento econômico se reduz e leva à queda da arrecadação do governo, resultando em um denominador mais baixo e em um numerador mais elevado da relação dívida/PIB. As expectativas se deterioram e o resultado é o ciclo vicioso ao qual estamos presos desde 2014.

A taxa de crescimento da dívida pública, quando há equilíbrio orçamentário, é determinada pela taxa de juros. No caso brasileiro, a Selic (descontada a inflação) cumpre esse papel, grosso modo. Portanto, quando a taxa de juros real é igual à taxa de crescimento da economia (do PIB), havendo equilíbrio orçamentário a dívida pública estará estabilizada e as expectativas otimistas poderão emergir, não importa o patamar da dívida/PIB. Se há déficit orçamentário, então a dívida do governo crescerá proporcionalmente a ele e a taxa de juros real deve ser suficientemente menor que a taxa de crescimento da economia para estabilizar a dívida/PIB.

No Brasil, a taxa de juros real está em torno de 7,9% e o crescimento esperado para 2023 em cerca de 1,2%, segundo o FMI. É necessário combater a inflação, esperada para algo entre 5% e 5,9% esse ano. Alguns fatores facilitam seu controle e a queda da taxa de juros: de um lado, a inflação aqui e no mundo está caindo, os preços do petróleo se reduziram e o câmbio se apreciou. Ademais, há no país uma crise de crédito latente e a atividade econômica está fraca. Por fim, a Petrobrás pode adotar mecanismos para amortecer as oscilações dos preços do petróleo. De outro lado, o governo adotou medidas para reduzir seu déficit esperado para algo entre 1% e 1,5% do PIB nesse ano e promete apresentar novas regras fiscais em abril e levar para o Congresso uma reforma tributária também neste ano. A reforma tributária, de caráter progressivo,



poderá reforçar o caixa do governo a partir de 2025. Por fim, os recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento podem ser usados, via PEC, no financiamento parcial do investimento público. Deste modo, os recursos dos fundos constitucionais e aqueles proporcionados pela reforma tributária diminuirão o impacto, sobre a dívida pública, do financiamento das medidas de estímulo ao crescimento. Se estas políticas estiverem bem desenhadas e bem comunicadas (inclusive, as novas regras fiscais), a inflação que já está cedendo poderá ter sua queda acelerada por meio da redução das expectativas de inflação, abrindo espaço para a redução da Selic nos próximos meses. Neste caso, a taxa de juros real poderá paulatinamente ir sendo reduzida em 2023 e 2024 para algo entre 2,5% e 3%, e o PIB crescer 3% ou mais ao responder às políticas fiscal, social (aumentos do investimento público, do salário-mínimo, novo bolsa família, programa Minha Casa Minha Vida, etc.) e de crédito (redução da Selic, Programa Desenrola, etc.) - o BNDES pode e deve ajudar no financiamento do crescimento.

Em suma, se o governo demonstrar de modo crível que: i) a taxa de juros real tende a convergir para a taxa de crescimento do PIB; ii) os investimentos públicos em conjunto com os programas de transferência de renda e o aumento real do salário-mínimo têm multiplicador fiscal elevado, impulsionando o denominador da dívida/PIB; iii) esses gastos que estimularão o PIB retornarão, em parte, na forma de arrecadação, contribuindo para refluir a trajetória da razão dívida/PIB; e, o uso dos recursos provenientes da reforma tributária e dos fundos constitucionais permitirá um menor aumento da dívida do governo para financiar o investimento público e seus demais gastos, controlando o aumento da razão dívida/PIB, então o caminho para a estabilização da razão dívida/PIB e das expectativas, amparada pela emergência de uma convenção otimista, estará pavimentado e os frutos poderão ser colhidos de 2025 em diante.

Referências Bibliográficas

Carvalho, F. J. C. (2014). Expectativas, Incerteza e convenções. in Estratégias de Desenvolvimento, Política Industrial e Inovação: ensaios em memória de Fabio Erber, BNDES, Biblioteca Digital.

IBGE (INSITITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA) (2023) *Informações Estatísticas*.

Keynes J. M. (2013a). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, VII, Cambridge University Press.



Keynes J. M. (2013b). *Activities 1940-1946: shaping the Post-War World, employment and commodities*. The Collected Writings of John Maynard Keynes, XXVII, Cambridge University Press.

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New Heaven, USA: Twentieth Century Fund Report.

Resende, A. L. (2019). *Consenso e contrassenso: déficit, dívida e previdência*. Mimeografado.

Resende, M. F. C. (2021). Emissão de Moeda, de Dívida e Convenções Durante a Crise Econômica Brasileira de 2020. *Revista de Economia Contemporânea*, 25(3), p. 1-22.



Reduzir a Vulnerabilidade Financeira das Famílias Brasileiras: quais são as pedras que estão no meio do caminho?

Paula Marina Sarno

Pós-doutoranda da UFF e pesquisadora do Finde/UFF

Carmem Feijó

Professora da UFF e coordenadora do Finde/UFF

16

Não há dúvidas de que a situação financeira das famílias brasileiras é de alta e crescente vulnerabilidade no período recente. Os dados da Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor - PEIC, realizada pela Confederação Nacional do Comércio – CNC, afirma que 83% das famílias relatam ter dívidas a vencer, 30% possuem dívidas atrasadas (38% entre as famílias que possuem renda até 3 salários-mínimos) e 12% se dizem sem condições de sair da inadimplência (17% entre as famílias que possuem renda até 3 salários-mínimos). Igualmente preocupante são as estatísticas do BCB - Banco Central do Brasil - relativas ao comprometimento da renda das famílias com pagamento do serviço das dívidas contraídas junto especificamente ao sistema financeiro.

Por outro lado, pela ótica dos bancos, cabe ressaltar que a participação do segmento pessoa física na carteira de crédito do setor bancário (sem incluir BNDES) desde 2016 torna-se maior que a participação do crédito concedido às empresas. Essa mudança de perfil do crédito gerou um importante efeito sobre o retorno médio das operações, visto que a carteira voltada às famílias é muito mais lucrativa, devido às maiores taxas de juros cobradas.

Esse é um segmento, portanto, fundamental para o setor bancário que, como veremos, atuam e estabelecem estratégias que visam ao mesmo tempo manter sua lucratividade e reduzir o risco dessas operações no seu portfólio, num contexto de aumento da fragilidade financeira das famílias e da inadimplência.

Em outra perspectiva, do lado das famílias, conter o processo de normalização do endividamento que se dá associado ao aprofundamento da fragilidade financeira, com destaque para o financiamento para sobrevivência da parcela mais vulnerável, requer que se contenha o mais rapidamente possível o processo de assunção de novas dívidas ora em curso. Isso requer uma recuperação da renda, dos salários e do emprego.



Outro ponto fundamental é o custo desses empréstimos. A inflexão da trajetória da taxa de juros, que se eleva desde início de 2021, aumentou o peso do serviço da dívida no orçamento familiar. E isso se dá num contexto em que as taxas de juros do crédito oferecido à pessoa física já são estruturalmente altas, mesmo para os créditos com baixo risco. Tal aumento no custo dos empréstimos dificulta sobremaneira que as famílias saiam da situação de inadimplência.

A recuperação da renda e a queda da taxa de juros estão na Agenda do novo Governo eleito e envolvem enormes desafios. Exemplo foi a queda de braço entre os bancos e o Governo envolvendo a determinação de queda dos juros mínimos do consignado dos aposentados de 2,3 para 1,7%, inicialmente, sendo seu valor reajustado para 1,97%.

Existem, porém, outros pontos importantes que podem vir a prejudicar os esforços do Governo em desarmar a armadilha da dívida. Ao nosso ver, ao menos três questões merecem atenção: i) o esvaziamento da Lei do Superendividamento, ii) as inovações bancárias na forma de oferta de financiamentos sem destinação específica com garantia de bens, e iii) as formas de abordagem ao público dessas instituições.

Dado o volume de crédito já contratado e o peso de seus encargos nos orçamentos das famílias, torna-se crucial viabilizar um processo de renegociação das dívidas já contratadas em condições de prazo e custos mais adequados para as famílias que se encontrem superendividadas.

Para as famílias mais vulneráveis o Governo anunciou que está em preparação um programa de renegociação que, conforme veiculado na imprensa tem recebido o nome de “Desenrola”.

Para o conjunto da população, as renegociações de dívidas que têm sido estabelecidas livremente pelos bancos e credores, ainda que possam parecer algum alívio imediato ao devedor, não demonstram resultar num benefício real no médio e longo prazos. Por exemplo, na prática, conforme aponta Pesquisa do IDEC (2019), o “crédito pessoal sem consignação vinculado a composição de dívidas”, modalidade onde está registrado pelo BCB os créditos de várias modalidades que são renegociados, não tem demonstrado prover ao devedor condições efetivas de pagamento e tem se caracterizado por um alto nível de inadimplência, perdendo somente para o cartão de crédito rotativo. Os dados mais recentes confirmam essa tendência.

Já é amplamente reconhecida a relação desigual em termos de poder de negociação e das enormes assimetrias de expertise que envolvem as partes envolvidas nesses contratos financeiros. Justamente por isso que existem em várias jurisdições legislações que estabelecem regras e sistemas de proteção por parte do Estado aos



demandantes de crédito, vale ressaltar, para além das iniciativas que visam estimular a educação financeira.

No Brasil, o reconhecimento da necessidade de mecanismo legais que garantam proteção do Estado aos usuários de crédito demorou a trazer resultados. Enfim logrou-se, depois de muito esforço, a aprovação em 2020 da chamada Lei do Superendividamento – Lei 14.181 de julho de 2021, que introduz no Código do Consumidor regras para prevenção, tratamento e conciliação do superendividamento.

Essa Lei permite que as famílias superendividadas, entendidas como aquelas que não têm condições de fazer frente as suas dívidas sem comprometer seu mínimo existencial, podem restabelecer junto aos credores novas condições de pagamento. A definição do que corresponde ao mínimo existencial determinaria, assim, o percentual máximo que o parcelamento renegociado poderia comprometer da renda mensal afim de garantir a dignidade humana.

Contudo, a regulamentação da mesma, por meio do Decreto Lei 11.150 de 2022, assinada pelo então Presidente Bolsonaro, foi recebida com grande perplexidade pelos juristas e órgãos de defesa do consumidor por ter representado sério esvaziamento de aspectos fundamentais da Lei.

Dentre os pontos problemáticos ressaltados, o Decreto determina como mínimo existencial o montante de 25% do salário-mínimo então em vigor, não ajustável, correspondendo assim ao valor fixo de R\$ 303,00. Esse é o valor que deverá ser preservado no processo de definição das parcelas a serem pagas quando da renegociação de dívidas ocorrido no âmbito da Lei. Valor considerado “insuficiente, inviável, para não dizer incompatível com os direitos fundamentais”, de acordo com o texto da ação movida por membros do Ministério Público no Supremo Tribunal Federal. Vale apontar que a regulamentação criou ainda várias exceções para os créditos que podem ser considerados na renegociação (por exemplo: crédito consignado, financiamento imobiliário e com garantias reais), o que simplesmente tornará o valor do mínimo existencial além de insuficiente, na verdade, totalmente ineficaz. Nesse sentido, é necessário revisar esse aparato legal e resolver suas inconsistências de forma a que traga reais benefícios aos superendividados.

O segundo ponto a ser destacado refere-se à disseminação de inovações bancárias na área de produtos de crédito que utilizam bens (automóveis e casas) como garantia para a obtenção de financiamentos sem destinação específica, muitas vezes chamadas de *Home equity* (no caso em que um imóvel seja dado em garantia) ou, ainda, “refinanciamento” no caso de imóvel ou automóveis. Esta é uma denominação muitas



vezes utilizada nas propagandas de algumas instituições ofertantes que, inclusive, não nos parece apropriada.

Os empréstimos sem destinação garantidos por automóveis têm sido ofertados a credores negativados conforme consta no site da SERASA¹. Vale indagar se a oferta desses financiamentos para pessoas negativadas não tende a resultar num maior aprofundamento do superendividamento. Isto porque os negativados já se encontram numa situação de elevada vulnerabilidade financeira, e, portanto, naturalmente, será elevado o risco de que não consigam honrar o crédito, podendo perder, assim, os únicos bens que possuem, como automóveis ou motos, que são muitas vezes necessários para a própria geração de renda da família.

O chamado “Novo Marco de Garantia”, contido no Projeto de Lei - PL 4.188 de 2021, por sua vez, visa estimular os créditos com garantia imobiliária sem destinação específica, que na avaliação do BCB teve um crescimento restrito nos últimos anos. O Projeto visa criar condições que permitam, de um lado, ampliar o mercado para esse produto e, do outro, trazer mais segurança às instituições financeiras ofertantes. Esse PL já foi aprovado na Câmara em junho de 2022 e está agora no Senado.

O Projeto prevê que um bem possa ser utilizado como garantia em mais de um contrato de financiamento obtido perante o mesmo credor. Tal mecanismo facilitará a demanda por esse produto, e, assim, ampliar os créditos com garantia real na carteira dos bancos. Porém, para o devedor, essa previsão amplia o risco de perda do bem dado em garantia.

Com o intuito de ampliar a segurança das instituições financeiras o Projeto propõe também: o fim da impenhorabilidade do bem de família que seja dado em garantia, a execução extrajudicial dos créditos estendendo-se aos créditos garantidos por hipotecas, a possibilidade de terceirizar para instituições não financeiras as funções de avaliação e execução das garantia.

Tais inovações foram defendidas pelo presidente do BCB em evento que tratou do Novo Marco de Garantias, ocorrido em 25 de novembro de 2021, como tendo o potencial de trazer impactos positivos para as famílias e empresas uma vez que trazem a possibilidade de pactuação de condições mais favoráveis em razão do aumento da segurança jurídica. Conforme foi divulgado à época no site do Planalto resultaria em “Crédito Simples e Barato.

¹ [Empréstimo com garantia de veículo. 10 FATOS! - Serasa Ensina](#) .



Não há dúvida de que tais produtos trazem mais segurança às instituições ofertantes. Inclusive porque, vale notar, tendem a elevar a liquidez dos títulos de dívida que são emitidos pelo devedor quando tomam o crédito (no caso a Cédula de Crédito Bancária – CCB). A instituição credora que assume a titularidade desses títulos terá, assim, mais facilidade de negociá-los, ou seja, de transferir a terceiros o próprio risco dessas operações.

Contudo, infelizmente, não é possível assegurar que trarão os benefícios propagados para a população. Em que pese o risco de perda dos bens dados em garantia por esses financiamentos (como vimos, a regra suspende inclusive a impenhorabilidade para o bem de família), nos cabe indagar o que realmente garantirá que as taxas de juros cobradas serão reduzidas a um nível compatível. Ademais, o que garante que os bens dados em garantia serão valorados adequadamente e que abusos não serão cometidos quando da execução desses bens, quando se propõe que essa avaliação seja realizada por terceiros e a execução seja realizada extrajudicialmente?

E aqui entramos no último ponto, reduzir o processo acelerado e preocupante de aprofundamento do endividamento das famílias requer também uma avaliação acerca de como as instituições financeiras têm acessado o público e ofertado esses produtos.

Em 2019, 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).

Tais resultados reforçam a necessidade de que seja feita uma fiscalização sistemática sobre as instituições financeiras a fim de impedir a disseminação de propagandas com mensagens opacas acerca das reais condições do crédito ofertado. Esse tema é ainda mais sensível quando se trata da oferta para a população mais vulnerável. Nesse caso, destacam-se, também, problemas como o assédio aos aposentados e pessoas negativadas, bem como, 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.

Igualmente importante são as abordagens e informações acerca de novos produtos que não são, ainda, amplamente conhecidos pelo público, como os discutidos acima. Como garantir que a oferta dos novos produtos de crédito à população contenha todas as



informações necessárias para a compreensão e ciência de como funcionam e de quais suas possíveis consequências?

Desse modo, entendemos que é preciso total atenção do Governo para que os fatores destacados não dificultem os esforços no sentido de uma redução da fragilidade financeira das famílias. Os desafios são grandes, mas acreditamos que enfrentá-los é imperativo para que seja possível melhorar as condições de vida da população.



Regime de Metas de Inflação e seus efeitos sobre a economia brasileira: reflexões para 2023

Linnit Pessoa

Doutoranda do PPGE/UFF e Pesquisadora do Finde/UFF

Carmem Feijó

Professora do PPGE/UFF e coordenadora do Finde/UFF

Fernanda Feil

Professora credenciada do PPGE/UFF e Pesquisadora do Finde/UFF

22

Certamente um dos principais entraves para a economia brasileira voltar a crescer de forma sustentada no novo governo do presidente Lula da Silva é a política monetária de juros reais elevados. Assim, esta nota objetiva debater efeitos nem sempre destacados do regime de metas de inflação utilizando a taxa de juros (exclusivamente) como instrumento de controle dos preços. Nosso ponto é que a política monetária não é neutra tanto por seus efeitos duradouros sobre o lado real da economia como pelos seus efeitos distributivos. A taxa de juros é um preço macroeconômico, resultado da administração de política econômica. Assim, a manipulação da taxa de juros pode comprometer não apenas o ritmo de crescimento da economia, mas também como a economia cresce no longo prazo e como a renda e a riqueza se distribuem.

Por esse motivo, entendemos que a política monetária por meio da manipulação da taxa de juros não deve ser o mecanismo exclusivo de controle da inflação. A política monetária deve ser conduzida de forma coordenada com as demais políticas macroeconômicas, tendo em vista os objetivos de sustentação da renda e do emprego no longo prazo da economia. O controle da inflação deve ocorrer de acordo com sua origem, com objetivo de atacar as causas do processo inflacionário, não apenas seu resultado, que é o aumento dos preços. Não queremos dizer que controlar a inflação não deve ser um objetivo do governo, mas sim que, para que a economia volte a crescer, isto deve estar alinhado à objetivos mais amplos, como o estímulo ao emprego, a distribuição mais justa da renda, e o estímulo à produção. As políticas macroeconômicas, inclusive a política monetária, devem estar direcionadas à atingir tais objetivos.



Efeitos da manipulação da taxa de juros

As ideias de Milton Friedman sobre o papel do banco central de controlar a inflação, evitando que esteja demasiadamente alta ou que ocorra deflação, foram predominantes no debate macroeconômico até a década de 1980. Desde então, a teoria quantitativa da moeda perdeu força, abrindo um amplo debate sobre formas consistentes de se controlar a inflação. A regra convencional que predomina nos dias atuais continua a entender a inflação como um fenômeno de demanda, com seu controle sendo feito via manipulação das taxas de juros. Isto é, se a expectativa de inflação estiver alta, a taxa de juros deve ser elevada, e se estiver baixa, pode ser reduzida. Ou seja, a política monetária, por meio da manipulação da taxa de juros, consiste no principal instrumento para o controle da inflação.

A teoria pós keynesiana, por outro lado, argumenta que a inflação não necessariamente decorre de pressões de demanda – na realidade, na maioria das vezes, é resultado de mudanças no âmbito da oferta (Sicsú, 2003). Desse modo, alterações na taxa de juros, que têm o objetivo de estimular ou desestimular a demanda tendo em vista aumentar ou reduzir a inflação, se torna uma medida vazia, pois não ataca a real origem do processo inflacionário. Sicsú (2003, p. 5) argumenta que aumentar a taxa de juros para controlar a inflação ataca os sintomas na inflação, não suas causas. Nas suas palavras: “Tal elevação [da taxa de juros] dificultaria a passagem de um aumento de custos aos preços (o sintoma), mas não resolveria o problema da elevação de custos (a causa).” De acordo com a teoria pós keynesiana, existem vários tipos de inflação, e para cada um deles deve-se buscar utilizar o instrumento anti-inflacionário mais eficiente para cada situação, buscando primeiramente atacar as causas da inflação, e não apenas seus efeitos.

A condução da política monetária e a manipulação da taxa de juros têm efeitos sobre a economia real e sobre a população que não podem ser desconsiderados. Nesta breve nota, nos atentaremos aos efeitos distributivos no tempo e sobre a renda, falando sobre as consequências da taxa de juros sobre a inflação, sobre o gasto público, sobre o investimento, e sobre a taxa de câmbio. Não nos propomos a esgotar o debate acerca dos efeitos da taxa de juros sobre a economia real, mas destacar alguns canais pelos quais a taxa de juros afeta a economia. Nos atentaremos a isso pois, no Brasil, a manipulação da taxa de juros continua sendo o principal mecanismo de controle da inflação – ainda que, atualmente, o processo inflacionário brasileiro tenha suas origens principalmente nos custos, e não na demanda. **Tendo em vista a elevada desigualdade de renda do Brasil e a estagnação da atividade econômica nos últimos anos, entendemos que este debate é essencial para discutir os rumos da condução da**



política monetária no país, tanto tendo em vista o controle inflacionário, quanto a recuperação do nível (e de uma distribuição mais justa) de renda do país.

Efeito sobre a inflação

Cabe questionar a eficácia do uso do instrumento de controle da inflação (taxa nominal de juros) sob o regime de metas de inflação quando as pressões inflacionárias não são de demanda, mas de custos. Em particular, se a inflação é causada por choques do lado da oferta, como o aumento dos preços do petróleo, ou o aumento dos preços dos bens importados, a lógica do modelo levará a taxas de juros mais altas para reduzir a demanda e então inibir o repasse das pressões de custo. Porém, ao manipular a taxa de juros em resposta a uma pressão de custos, o efeito pode ser uma contração forte da economia, com pequeno impacto sobre os preços. Isso porque o banco central altera a preferência pela liquidez dos agentes econômicos (do setor financeiro, em particular), ou seja, altera as escolhas sobre como manter seu portfólio, estimulando um comportamento rentista em detrimento do crescimento da renda e do emprego.

Assim, dado que a moeda não é neutra, i.e., que não é apenas um meio de trocas, mas um ativo que possui demanda própria e influencia o lado real da economia por meio das decisões de produção e investimento. De acordo com a teoria da preferência pela liquidez, a taxa de juros expressa um prêmio pela renúncia à liquidez imediata durante um determinado período (Keynes, 1936). Desse modo, seguindo a teoria keynesiana, o banco central, deve determinar o nível da taxa básica de juros que não desestimule a atividade econômica, dada pela preferência pela liquidez. Se a taxa de juros for mantida em patamares considerados muito elevados, não haverá incentivo para que o capital seja alocado no circuito industrial. E, a manutenção do capital na circulação financeira tem efeitos negativos sobre o nível de produção e emprego da economia.

Nesse sentido, vale observar que o ciclo de alta da taxa nominal de juros que se iniciou em 2021, chegou em 2022 a 13,65% e continua neste nível no primeiro trimestre de 2023, compromete bastante o cenário econômico de 2023. Ademais, metas de inflação demasiadamente baixas como as que estão sendo perseguidas atualmente, têm o efeito de aumentar a renda financeira daqueles que detém ativos em portfólio. Considerando o atual estágio de desenvolvimento do capitalismo contemporâneo, marcado por uma maior importância do setor financeiro na economia, taxas de juros demasiadamente elevadas vem a estimular o avanço da financeirização.

Palley (2013) observa que houve uma mudança no padrão de acumulação e desenvolvimento das economias capitalistas. A política econômica das economias



financeirizadas passaram a sustentar o regime de valorização financeira, que é impulsionado com o aumento dos juros, ao invés de buscarem alavancar os níveis de emprego e de produção. Para o autor, as decisões de política monetária não são neutras, pois beneficiam determinados setores – aqueles que ganham renda de juros – em detrimento dos setores que são desestimulados com taxas de juros persistentemente altas. Ao contrário do que a teoria convencional defende – que a inflação deve ser combatida para preservar a renda dos mais pobres e que, para isso, a manipulação das taxas de juros deve ser usada como o único mecanismo de controle inflacionário –, elevar os juros para reduzir a inflação acaba, justamente, reduzindo a renda da população mais pobre ao causar desemprego, ao mesmo tempo que remunera a parcela da população mais rica que ganha com a renda de juros – os rentistas. Por isso, o aumento da taxa básica de juros para conter uma inflação de custos, além de ser inócuo para o controle da inflação quando esta não decorre de um superaquecimento da demanda, intensifica a desigualdade na distribuição de renda.

Além dos efeitos das metas de inflação excessivamente baixas e, conseqüentemente, das taxas de juros excessivamente altas, cabe questionar até que ponto é crível estipular a meta de inflação em um patamar inferior à média histórica da economia brasileira (em torno de 6,5% desde 1999) e à média da inflação mundial (em torno de 4%). Melhor que combater a inflação com desemprego, que tem efeitos sociais indesejáveis, seria combater a inflação com todos os instrumentos disponíveis para uma inflação de custos – e não somente através da manipulação da taxa de juros. Se o objetivo de controlar a inflação é preservar o poder de compra da população, optar por fazer isso somente através da manipulação da taxa de juros, que tem efeito nocivos sobre o mercado de trabalho, afeta diretamente a grande parcela da população cuja renda provém do salário.

Efeito sobre o gasto público

Além de desestimular o investimento produtivo, a prática de elevadas taxas de juros com objetivo de combater a inflação atinge os gastos públicos, que representam provisão de bens e serviços sem fins mercantis para a população. No regime de metas de inflação, a causa da inflação é sempre o excesso de demanda na economia, e déficits primários crescentes do governo sinalizam pressão de demanda. Nesse caso, sob o regime de metas de inflação, não resta alternativa ao banco central a não ser elevar os juros básicos da economia. Ao elevar os juros, encarece a rolagem da dívida pública, e, portanto, o governo deve cortar gastos para gerar superávits para garantir o pagamento do serviço da dívida. O corte de gastos públicos afeta desproporcionalmente as diferentes parcelas da população, sendo, em geral, as pessoas de menor renda as mais



afetadas, por serem as que mais dependem dos bens e serviços providos de forma desmercantilizada pelo setor público. Além disso, ao aumentar o custo da dívida pública, o espaço fiscal do governo é reduzido, restringindo as possibilidades de se adotar políticas fiscais ativas com objetivo de estimular o crescimento da renda e do produto. Com efeito, as alternativas de política fiscal contracíclica em momentos de desaceleração do ciclo econômico são negativamente afetadas, diminuindo os mecanismos que o governo tem para reestimular a economia, sendo mais um impasse para a retomada do crescimento da economia brasileira.

Efeito sobre o investimento

Outra consequência de taxas de juros sistematicamente elevadas é o desestímulo ao investimento produtivo, que se torna uma opção pouco competitiva às aplicações financeiras. O empresário, ao tomar sua decisão de investimento, considera um nível de demanda esperado e conseqüentemente um nível de lucro esperado. Para que decida investir, a taxa de juros deve estar em um patamar que desencoraje a aplicação especulativa de seus recursos. Desse modo, se a taxa de juros for demasiadamente elevada, haverá uma preferência à alocação do capital na esfera financeira, e não produtiva, desincentivando o investimento e afetando o emprego e a produção. Taxas de investimento baixas comprometem o potencial de crescimento da economia, gerando um ciclo de baixo crescimento da renda e do emprego. Baixo crescimento econômico tende a deteriorar as condições do mercado de trabalho, afetando a parcela da população cuja renda provém do salário.

Além disso, taxas de juros elevadas também afetam o mercado de crédito que, por sua vez, afeta tanto a decisão de investir dos empresários quanto o acesso das famílias ao crédito. As decisões de portfólio dos bancos são tomadas a partir da teoria da preferência pela liquidez das firmas bancárias (Paula, 1999). Altas taxas de juros afetam a preferência pela liquidez dos bancos, que tendem a reduzir a oferta de crédito. Vale lembrar que o financiamento do endividamento público é feito com títulos públicos (que são considerados quase-moeda) detidos em grande parte pelo setor financeiro. Assim, ao elevar a taxa básica de juros, o banco central promove uma transferência de renda para bancos e instituições financeiras. Dessa forma, as decisões de alocação de portfólio em ambiente de elevada taxa de juros das firmas bancárias afetam negativamente a atividade econômica, pois reduzem as possibilidades de financiamento dos projetos de investimento e das famílias.

A teoria pós-keynesiana entende que os mercados financeiros são essenciais para prover crédito para o setor produtivo, estimulando e expandindo a atividade



econômica. Considerando que a política monetária, juntamente com as demais políticas macroeconômicas atuando de forma coordenada, deve conduzir as economias ao pleno emprego e à expansão da renda e do produto, tais políticas devem buscar evitar crises econômicas e sustentar a demanda efetiva.

O desestímulo ao investimento produtivo decorrente das elevadas taxas de juros se contrapõe ao estímulo aos investimentos financeiros. Considerando o atual estágio de desenvolvimento das economias capitalistas, financeirizadas, há indícios de que uma política monetária de juros altos passe a atuar como um estímulo ao avanço da financeirização. Keynes (1936) já indicava que tal fenômeno pudesse ocorrer ao entender que a moeda tem sua demanda própria, identificando que os rentistas, investidores que detém capital, mas nada produzem, pouco contribuem para que as economias operem com pleno emprego. Esses agentes ganham com os juros altos, pois aumentam seus rendimentos – já que ganham rendas de juros. Os agentes cuja renda provém principalmente dos salários, por outro lado, têm sua renda defasada devido aos efeitos negativos sobre o mercado de trabalho. Taxas de juros demasiadamente elevadas estimulam o rentismo e comprometem a produção, o investimento e o emprego, não sendo funcional para estimular o crescimento econômico.

Efeito sobre a taxa de câmbio

Incorporar a questão cambial à análise traz novas reflexões sobre o patamar que a taxa de juros deve ser mantida. A inserção subordinada da economia brasileira no mercado financeiro internacional trouxe a necessidade de que as taxas de juros sejam mantidas em patamares suficientemente elevados para atrair capital externo e aliviar as pressões que o intenso e volátil fluxo de capital tem sobre o câmbio. Como cada moeda possui um prêmio de liquidez de acordo com sua posição na hierarquia de liquidez do sistema financeiro internacional, uma inserção subordinada faz com que a moeda do país tenha um prêmio de liquidez mais baixo (Bonizzi, 2013). Para compensar o baixo prêmio de liquidez, os países sem moeda conversível precisam oferecer um rendimento maior para atrair investidores internacionais,¹ o que resulta em uma taxa de juros permanentemente mais alta em tais países.

Com o intenso e volátil fluxo de capitais nas economias financeiramente integradas, a taxa de juros passa a ser constantemente utilizada para acomodar as flutuações da taxa

¹ Além disso, retirar a regulação da conta financeira com objetivo de reduzir os custos de carregamento – i.e., os obstáculos para as entradas e saídas de capital – também é uma alternativa para compensar o baixo prêmio de liquidez dessas moedas, que pode ser feito conjuntamente ou em alternativa a manutenção das elevadas taxas de juros.



de câmbio. Por outro lado, taxas de juros permanentemente elevadas tendem a gerar uma supervalorização do câmbio. Câmbio apreciado é um componente importante no combate à inflação. Assim, a manipulação da taxa de juros para combater a elevação de preços introduz mais uma distorção no *modus operandi* da política macroeconômica, que é a tolerância com taxas de câmbio artificialmente apreciadas. Mas o/a leitor/a pode se perguntar se, devido ao efeito sobre o câmbio, aumentar a taxa de juros não seria benéfico para a parcela da população mais pobre, uma vez que a valorização cambial aumenta o poder de compra dos salários. Não podemos esquecer que, ainda que esse efeito ocorra no curto prazo, ele vem acompanhado da redução do nível e qualidade de emprego da economia, tanto pelo efeito que a manutenção de taxas de juros elevadas tem sobre o emprego, quanto, a médio prazo, pelo efeito negativo sobre a produção de bens transacionáveis.

Em resumo, se o objetivo das políticas macroeconômicas é fazer com que as economias operem próximas ao pleno emprego dos fatores de produção, estimulando a demanda agregada e sustentando a demanda efetiva, uma política de juros altos não é capaz de entregar este resultado – além de não ser capaz de controlar um processo inflacionário cujas origens não provém de uma demanda superaquecida, como é o caso atual.

Considerações finais

Para a economia brasileira iniciar uma trajetória de crescimento sustentável a partir de 2023, é necessária uma revisão no *modus operandi* o regime de metas de inflação atual. Subordinar a queda da taxa básica de juros a uma nova regra fiscal reafirma a hipótese do modelo macroeconômico subjacente de que basta o controle da inflação para o crescimento emergir como um resultado inevitável. Pelo exposto, viu-se que a manutenção da taxa de juros em patamar muito elevado implica distorções sérias na forma como agentes econômicos fazem suas escolhas e compromete o crescimento, emprego e justiça social no curto, médio e longo prazos.

Em suma, uma política de juros altos afeta a atividade econômica ao encarecer o custo do crédito – gerando efeitos sobre o investimento, o mercado de trabalho e a distribuição de renda –, reduz o espaço fiscal, aumenta o custo da dívida pública e restringe os gastos do governo – o que também gera efeitos negativos sobre a distribuição de renda e sobre o acesso aos bens e serviços não mercantis ofertados pelo setor público, principalmente da população de menor renda que mais depende de tais serviços. A política é benéfica para a expansão da renda de juros, mas não proporciona um aumento da renda dos salários, devido ao efeito contracionista sobre o mercado de trabalho. Há, ainda, os efeitos sobre o câmbio, que tende a ficar



sobrevalorizado – e que, por mais que tenha o efeito de aumentar o poder de compra dos salários, também tem o efeito de deteriorar o mercado de trabalho, já que este é um dos efeitos da taxa de juros ser mantida em patamares permanentemente elevados. A retomada do crescimento da economia brasileira passa por repensar o arcabouço macroeconômico vigente, e por repensar a condução da política monetária e o mecanismo utilizado para o controle da inflação em específico.

Referências bibliográficas

- Bonizzi, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries: A Survey, *International Journal of Political Economy*, vol. 42 (4), 83-107.
- Keynes, J. M. (1936). *A Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda*, São Paulo: Abril Cultural, 1936[1983].
- Paula, L. F. (1999). A teoria da firma bancária. In: Sicsú, J.; Paula, L. F.; Lima, G. T. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999. p. 171-189.
- Palley, T. I. (2013) *Financialization: what it is and why it matters*. London: Palgrave Macmillan, 2013. p. 17-40
- Sicsú, F. (2003). Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Análise Econômica*, ano 21, nº 39. Março, 2003.



Reflexões sobre a proposta de regime fiscal

Maurício Andrade Weiss

Professor do Programa de Pós-Graduação Profissional em Economia da UFRGS e pesquisador do Finde/UFF

Róber Iturriet Avila

Professor do Programa de Pós-Graduação Profissional em Economia da UFRGS

30

Esta nota tem como objetivo central uma reflexão sobre o regime fiscal proposto, pelo governo Lula. Antes de avançarmos sobre as análises propriamente ditas, cabe uma breve introdução com questões gerais sobre os limites do gasto público. Seguindo a perspectiva da Teoria Monetária Moderna (MMT), um Estado que emite moeda de forma soberana não possui limites financeiros, pois ao gastar ele cria moeda e o pagamento de tributos é feito a posteriori. Então, de maneira lógica, o setor privado é que precisa do gasto público para fornecer a moeda necessária para pagamento de tributos e compra de dívidas e não o contrário. Desta forma, o Estado não teria restrições financeiras para gastar, apenas as autoimpostas, como os regramentos fiscais. Por outro lado, os limites concretos para os gastos estão relacionados com condicionantes reais, como disponibilidade de mão de obra, capacidade ociosa, estrutura produtiva, situação externa, entre outras (Dalto et al., 2021). Nesse sentido, como afirma Wray (2014, p. 29), todas as restrições fiscais ao Estado são autoimpostas:

“We conclude, again, that the constraint on the state’s ability to issue its IOUs¹ comes mostly from the demand side. However, the state can also impose constraints on its issue: it has a budgetary process that necessarily limits its spending, and it can go further by imposing a debt limit (as the US has done). Of course, some want to go further, by imposing a balanced budget requirement (or Maastricht-like debt and deficit ratios). Still others want to make a sovereign currency system operate more like the imagined commodity money system, by requiring conversion on demand to gold or to foreign currency. Note that such constraints are necessarily politically imposed—they do not come about “naturally” due to a “commodity nature” of money”

Keynes, ao mesmo tempo que defende que o Estado deve priorizar dinamizar a renda e o emprego e que ao estimular a economia o Orçamento cuidará de si mesmo, como destacado por adeptos da [MMT](#), não era adepto às finanças funcionais (base relevante

¹ IOUs na passagem citada é a sigla para “I owe you”, isto é, um instrumento de dívida. Wray (2014) se refere a moeda, reservas do banco central ou títulos do tesouro.



para MMT), como trazido por [Terra](#) em reportagem ao Valor Econômico. Isso se deve especialmente a importância das convenções e da confiança do setor privado na moeda estatal, cuja demanda ultrapassa em muito a mera necessidade de pagamento de impostos.

Quando se observa a experiência nacional e internacional, de fato não há relatos de países que “quebraram” quando a dívida era em sua própria moeda. Em outros termos, não houve um default da dívida. Esse é até um aspecto lógico, pois na hipótese pouco provável de não conseguir rolar a dívida, o Estado pode simplesmente emitir moeda e honrar os pagamentos. Em termos de MMT, na realidade haveria simplesmente uma troca de dívida remunerada (título do tesouro) por uma dívida não remunerada (moeda).

Os casos de países que de fato cometeram *default* da dívida ou possuem restrições concretas para gastos (não por conta de leis autoimpostas) decorrem de endividamento externo ou interno atrelados a uma moeda estrangeira, como o dólar. Exemplos disso ocorreram com a Alemanha após as punições monetárias no pós Primeira Guerra Mundial e diversos países latino-americanos nas crises das dívidas dos anos 1980. Em ambas as situações se observou uma trajetória comum: as crises foram sucedidas de elevadas e aceleradas inflações e apenas foram revertidas por planos que contaram com a entrada de capitais externos. A Argentina é um país que conseguiu controlar a inflação nos anos 1990, mas o fez por meio de dolarização parcial de sua economia e com a escassez de reservas internacionais na atualidade, sua moeda fica enfraquecida e as pressões inflacionárias não cessam.

Países como o Brasil, que possui estoque de reserva internacional superior à dívida externa (não ao total passivo externo) e dívida interna em sua própria moeda, não correm risco de *default*. Mas isso não significa que endividamento interno é algo irrelevante. Como apontado no parágrafo sobre Keynes acima, a confiança do setor privado alocar sua riqueza na moeda estatal ou em sua dívida é baseada nas convenções. Em economias financeiramente abertas, a aceitação da moeda fica dependente também dos agentes externos. Para países emissores de moeda periférica, essa é uma situação ainda mais delicada, pois a demanda pela sua moeda é basicamente para fins especulativos e percepções que um país irá contrariar as convenções do mercado pode acarretar fuga de capitais e depreciações da moeda, além de elevações nas taxas longas de juros, como argumentam Verghnanini e De Conti (2017, pg 27):



“Besides, international private capitals may impose strict market discipline over government budget, requiring full commitment with decreasing government deficits. If the government decides to abandon primary surpluses targets and increases its public deficits, the market will perceive it as a lower commitment to debt retirement and expect some depreciation trend over the exchange rate. Due to expectations, it may also imply higher longterm interest rates. Not much is needed to cause the ‘flight to liquidity’ movement, considering that financial investments in peripheral countries follow a speculative logic. Any action that goes against ‘market discipline’ and the so-called ‘sound finance’ may lead to selffulfilling prophecy of currency depreciation”.

Essas limitações não significam que haja um número mágico de elevação da dívida que irá acarretar fuga de capitais e que qualquer elevação da dívida provoque aumento do risco país. Trajetórias da dívida, mais que seu patamar, tendem a ser mais relevantes na avaliação sobre o comportamento da dívida. Ou seja, em contextos emergenciais como da pandemia, que demandam elevados recursos públicos e podem ocasionar quedas na arrecadação, há uma aceitação para elevação do endividamento. Por outro lado, quando se há uma tendência crescente de endividamento, pode ocorrer uma convergência no sentido de elevação das inquietações dos agentes privados, como ocorreu ao final do primeiro governo Dilma.

Em termos de gestão fiscal, Keynes ao longo de suas obras defende que o setor público deva exercer um papel de reduzir as incertezas inerentes à dinâmica econômica e ao mesmo tempo de estimular à economia em momentos de enfraquecimento da demanda, especialmente (mas não exclusivamente) quando a política monetária não for capaz de dinamizar os gastos privados. Deste modo, um regime fiscal ideal deveria ter como característica maior previsibilidade para não trazer incertezas adicionais e permitir que o Estado tenha um comportamento anticíclico, isto é, de ampliar seus gastos em momentos de instabilidade e de reduzir em momentos de elevado crescimento econômico. Em textos posteriores à Teoria Geral, como traz Sicsú (2021), Keynes apresenta ideias mais específicas de orçamento, ele sugere que se crie um orçamento corrente (ordinário) que deva ser predominantemente superavitário e um orçamento de capital que deva ser não apenas anticíclico, como também um mecanismo constante para o desenvolvimento econômico e garantia do pleno emprego.

A partir desse contexto se observa que o período recente tem a ensinar em termos de más regras fiscais. Durante muito tempo no Brasil, o principal parâmetro era o superávit primário: o resultado entre receitas e despesas primárias. Entretanto, quando há crescimento econômico, as receitas crescem muito e quando há recessão, as receitas despencam. Nessa medida, na fase recessiva, a regra impunha um corte de gastos, o que contribui para que haja mais desaceleração econômica e menos



arrecadação ainda. Na fase ascendente, há farto espaço fiscal, então podem ocorrer excessos.

Entre 2004 e 2013, a atividade econômica experimentava uma espécie de milagre, com alto crescimento. Nossas análises devem considerar que essa fase foi muito atípica em relação aos últimos 45 anos. Na época houve uma expansão na estrutura burocrática, recomposição de salários e de número de servidores e ampliação de instituições. Em 2015-16, o ciclo virou, houve forte recessão, o que implica perda considerável de receitas e a regra impunha cortes de gastos, ou seja, mais crise. Adicionalmente, a expansão da estrutura burocrática é uma despesa constante, que ficou mais salgada na fase descendente. Nessa medida, os cortes de gastos acabam sendo nos investimentos públicos, que possuem elevado efeito multiplicador sobre o crescimento econômico, tanto para cima, quanto para baixo. Não resta dúvidas a quem entende do assunto que os cortes de gastos no início do segundo mandato de Dilma contribuíram para a forte recessão. Tudo isso está relacionado com a regra fiscal existente à época ser pró-cíclica, o superávit primário.

Como tudo o que é ruim pode piorar, em 2016 foi aprovada a lei do Teto de Gastos, que impôs redução per capita de gastos de forma contínua, também em educação e saúde, ao contrário do que diziam seus defensores à época.

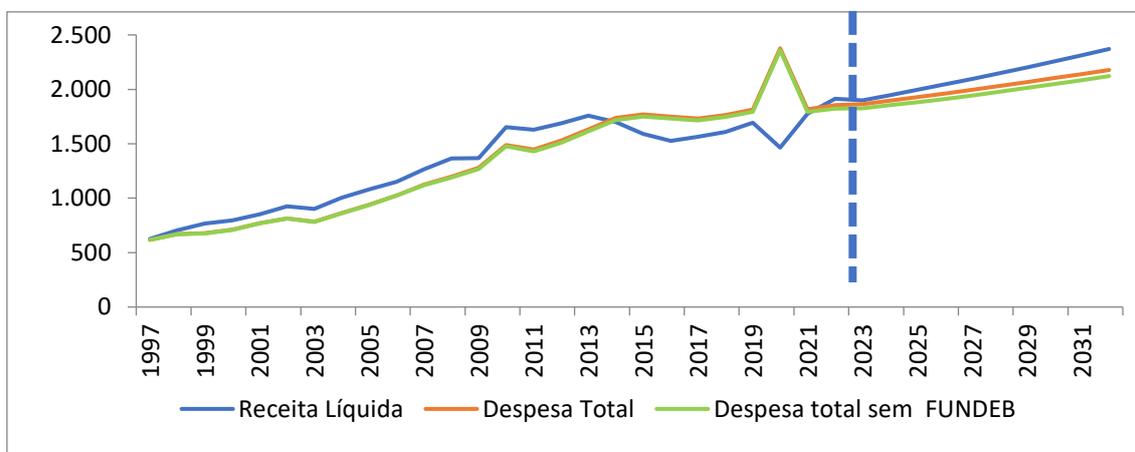
O novo arcabouço fiscal é uma regra mais flexível e até inovadora. Basicamente, ela garante que sempre haverá aumento da despesa real em pelo menos 0,6% e não permite aumento maior do que 2,5% nas despesas correntes. Essa medida é fracamente anticíclica no piso e teto, quando as receitas caírem, o governo continua elevando (mesmo que de forma não acentuada) as despesas. No período da bonança, haverá um limite de aumento para que não haja excessos que se tornem de difícil pagamento na fase descendente, freando um pouco o momento crescente. Neste intervalo, as despesas vão acompanhar a atividade econômica e, conseqüentemente as receitas, com um redutor de 30%, assim, ela é fracamente pro-cíclica dentro da banda.

Tem surgido considerações críticas ao limitador de 2,5% de crescimento real nas despesas correntes, embora de fato impeça grandes incrementos, a convenção atual não parece ser favorável ao aumento do tamanho do Estado e elevação dos impostos, tampouco da ampliação da dívida pública. Por não serem medidas constitucionalizadas, ajustes nesses patamares exigiriam maioria simples e poderiam ser implementados em um futuro breve, especialmente com novo congresso. Ademais, há que se considerar que o crescimento econômico nos últimos 30 anos foi de 2,39%.



Em uma projeção realista até 2032, calculamos um crescimento da receita anual de 2,5%. Além disso, simulamos o valor do FUNDEB com os incrementos previstos até 2026. Recorde-se que o fundo para educação básica está fora da regra e seu valor têm crescido consideravelmente. Leve-se em conta que a receita pode crescer mais do que isso, a depender de múltiplos determinantes. No gráfico, é possível notar que a trajetória da despesa real retomaria um crescimento, embora mais modesto do que no período 2004-2013.

Gráfico 1 - Receita Líquida, Despesa Total, Despesa Total sem FUNDEB do Governo Central, em R\$ Bilhões, valores constantes de fev. 2023 (IPCA) – 1997-2032



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Ainda sobre esse aspecto, a base de crescimento se dá em relação a um orçamento que já foi aprimorado pela PEC da transição, a qual permitiu que, já em 2023, o orçamento cumprisse não só o bolsa família de R\$ 600, algo que o orçamento deixado pelo governo anterior não possibilitava, mas que ampliasse o gasto médio para R\$ 703 e abrangesse mais de 21 milhões de pessoas, aumento real do salário-mínimo (embora menos que o esperado) e redução da fila do INSS. Também permitiu uma recuperação do investimento público na ordem de R\$ 75 bi, mesmo que esse ainda seja muito inferior ao necessário.

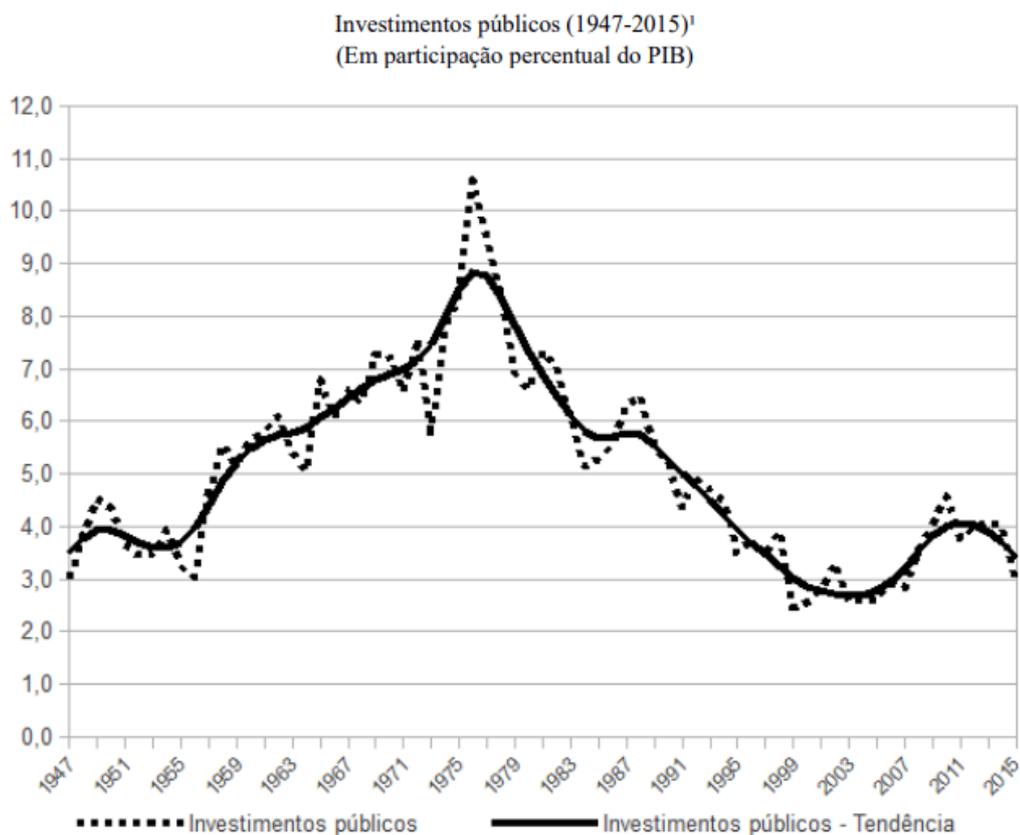
A nova regra prioriza investimentos e estabelece um piso para esses. Os sucessivos ajustes fiscais recentes levaram os investimentos públicos para os níveis mais baixos desde que há contabilidade, em 1947. Em termos de dinâmica econômica, isso é péssimo, o que ajuda a explicar o longo período de recessão e estagnação. Os fatos demonstraram que cortes de gastos públicos são recessivos, sobretudo em investimentos.



De outro lado, o arcabouço está amarrado à receita: as despesas podem crescer até 70% da variação da receita. Esse fator é pró-cíclico e limita o provimento de serviços públicos. Contudo, se o crescimento da receita for maior do que 2,5%, o excedente poderá, a depender dos condicionantes do resultado primário, ir para investimentos, despesas que não são perenes e são altamente dinamizadoras.

Desde o período em que há sistematização de dados, os momentos em que houve crescimento da taxa de Investimento Público em participação do produto no Brasil foram entre 1956 e 1977. Após este período e até 2005, houve uma redução sistemática desta variável, conforme o figura 1. Entre 2005 e 2010, a taxa de investimento público voltou a subir, invertendo novamente no período posterior, sobretudo após 2015.

Figura 1



Fonte: Orair e Silveira (2018)

Quando observamos a taxa de investimento total no Brasil, verificamos que ela cresceu entre 1956 e 1975. Posteriormente, há uma trajetória de queda até 2004. Sobre



novamente até 2010, entrando numa fase descendente, mais uma vez. O comportamento é extremamente similar à taxa de crescimento do investimento público.

Já a variação na taxa de crescimento econômico foi mais intensa, com oscilações entre 1948 e 1962, entre 1968 e 1980, mas com trajetória de queda desde 1974 e uma retomada digna de nota entre 2004 e 2013.

Nessa medida, verifica-se que os investimentos públicos estão muito relacionados ao crescimento econômico. O novo regime prioriza investimentos, mas também não permite que haja redução real da despesa total, mesmo que com pequena margem: os ajustes fiscais que aprofundam a recessão estão encerrados.

Outro aspecto positivo do arcabouço é que não há uma meta direta em relação aos níveis de endividamento. Isso é um aspecto fundamental pois essa dinâmica depende de elementos que não estão sob gerência da política fiscal, a exemplo da taxa básica de juros e do crescimento econômico.

Todavia, alguns elementos desse regime merecem maior reflexão, a começar pela amarra à receita. No período recente houve elevação extraordinária de receita, o que não deve se repetir, como privatizações, concessões, expressivos dividendos da Petrobrás, aumento de receita indexada ao preço dos combustíveis e da energia, redução e devolução de recursos do BNDES. A nova regra torna quase imperativa a elevação de receitas.

O crescimento econômico puxa as receitas para cima. Para o período à frente, haverá receitas crescentes de royalties da exploração de petróleo. Outras alternativas são: o combate à sonegação, à elisão, à evasão, maior oneração aos mais ricos, tributação de aplicações financeiras isentas, tributação de dividendos e revisão de renúncias de receitas.

Nos últimos anos, houve aumento de renúncias de receitas, as quais podem ser revertidas. Tanto na literatura internacional, quanto na doméstica, os estudos sobre os efeitos multiplicadores sobre demanda, emprego, crescimento e arrecadação têm apontado que reduzir impostos não surte o efeito desejado, sendo aconselhável sua reversão. Em 2022, apenas da União, a cifra alcançou 3,42% do PIB (14,43% da arrecadação). Aqui há muito espaço para ampliação de receita (CHIEZA, LINCK, 2022). Algumas isenções merecem cuidado, como as sobre alimentos e microempresas, outras, como para setores específicos para incentivo de produção podem ser reoneradas.



Um aspecto preocupante em relação à receita é que em anos de baixo crescimento, a tendência é de a receita cair e conseqüentemente não se atingir a meta de superávit primário, fazendo com que no ano seguinte a despesa se limite a 50% do aumento da receita e não aos 70% usuais. Nesse sentido, a regra proposta não permite uma “verdadeira” política anticíclica, isto é, ampliar as despesas, especialmente o investimento para estimular a economia a tal ponto que se atenua a queda na renda. Apenas evita que se acentue o problema, como era na regra do superávit primário anterior.

Elencamos alguns elementos que a regra poderia ser aprimorada para ampliar investimento de forma mais rápida e ampliar os gastos estagnados nos últimos anos:

- 1) Metas de superávit mais “tímidas”, assim permitiria que os potenciais aumentos excepcionais de receita fossem transformados em maiores investimentos, tão necessários. Ou melhor, tornar a meta de superávit como um alvo a ser perseguido, mas que não elevasse os prejuízos. A combinação das metas de piso, teto e os limites em relação a receita já seriam suficientes.
- 2) Deixar claro que esse recurso de investimento possa ser alocado para anos futuros, permitindo um maior planejamento e não investimentos feitos às pressas.
- 3) Transição de metas de crescimento das despesas, iniciando com 100% do aumento das receitas e reduzindo até 70% no último ano do governo, assim seria possível acomodar o excessivo enxugamento feito nos anos recentes em certas áreas. Da mesma forma poderia haver um movimento que inicialmente permitisse um crescimento acima dos 2,5% a fim de possibilitar um impulso fundamental para a dinâmica econômica, que se encontra em baixo ritmo de crescimento.
- 3) O piso do investimento deve ficar fora do piso de 0,6% do crescimento da despesa, caso contrário prejudicará a despesa corrente em termos per capita.
- 4) Caso se mantenha a meta de superávit primário, que não tenha o gatilho que reduza variação da despesa para 50% da receita, ou pelo menos somente quando o descumprimento ocorrer por 2 anos seguidos.
- 5) Inclusão de um mecanismo que permita aceleração da despesa frente a um choque negativo na economia, cujos critérios podem ser formulados pelo congresso.



6) Cuidar com o período para cálculo do ritmo de crescimento da receita. Entre março de 2022 e janeiro de 2023 houve elevado aumento das receitas em decorrência de receitas extraordinárias, o que garantiria aumento das despesas em 2,5% para 2024. Caso se escolha o intervalo entre julho de 2022 e junho de 2023, corre-se o risco do limite para o crescimento de 2024 ficar limitado a 0,6%, algo especialmente problemático para o atual contexto econômico do país.

Concluindo e resgatando a perspectiva de Keynes, o novo arcabouço vai ao encontro de algumas de suas recomendações, pois busca reduzir as incertezas dos agentes privados e fortalece as convenções sobre a moeda/dívida do Estado. Além disso, possui metas para um orçamento corrente que varie entre equilibrado e superavitário e que ao priorizar o investimento retoma o aspecto central do que Keynes chamou de orçamento de capital. Por outro lado, embora se estabeleçam níveis mínimos de investimento, não há garantias que eles sejam suficientes para o Estado dinamizar e transformar a economia como se faz necessário. Tão pouco se garanta um orçamento suficiente para reverter situações de forte queda na demanda privada, dado seu caráter apenas fracamente contracíclico nos momentos de baixa. Ainda assim, não nos resta dúvida que o arcabouço proposto é superior ao teto de gastos e possui importantes avanços em relação às regras anteriores, mas que ajustes seriam fundamentais para uma melhor dinâmica econômica, como procuramos demonstrar acima.

Referências Bibliográficas

CHIEZA, R. A.; LINCK, A. K. B. Renúncia de Receita e Desigualdades: um debate negligenciado. São Paulo: Fundação Tide Setubal e Associação Nacional dos Servidores da Carreira de Planejamento e Orçamento, 2022.

DALTO, F. A. S.; GERIONI, E. M.; OZZIMOLO, J. A.; DECCACHE, D., CONCEIÇÃO, D. N. Teoria monetária moderna: A chave para uma economia a serviço das pessoas. Editora Nova Civilização, 2016.

ORAIR, R. O.; SIQUEIRA, F. F. Investimento público no Brasil e suas relações com ciclo econômico e regime fiscal. *Economia e Sociedade*, v. 27, p. 939-969, 2018.

SICSÚ, J. A Relevância do Orçamento de Capital e do Planejamento no pensamento de Keynes. Texto para Discussão 030, set. 2021.

VERGNHANINI, R; De CONTI, B. Modern Money Theory: a criticism from the periphery. *BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW*, 3(2), p.16-31, 2nd Semester/2017.



WRAY, R. From the State Theory of Money to Modern Money Theory: An Alternative to Economic Orthodoxy. The Levy Economics Institute Working Paper Collection, n.792, p. 1–35, 2014.



Não é só a inflação que prejudica os mais pobres, a elevada taxa de juros prejudica muito mais

Carmem Feijó

Professora da UFF e coordenadora do Finde/UFF

Paula Sarno

Pesquisadora de Pós Doutorado da UFF e do Finde/UFF

Norberto Martins

Professor UFRJ

40

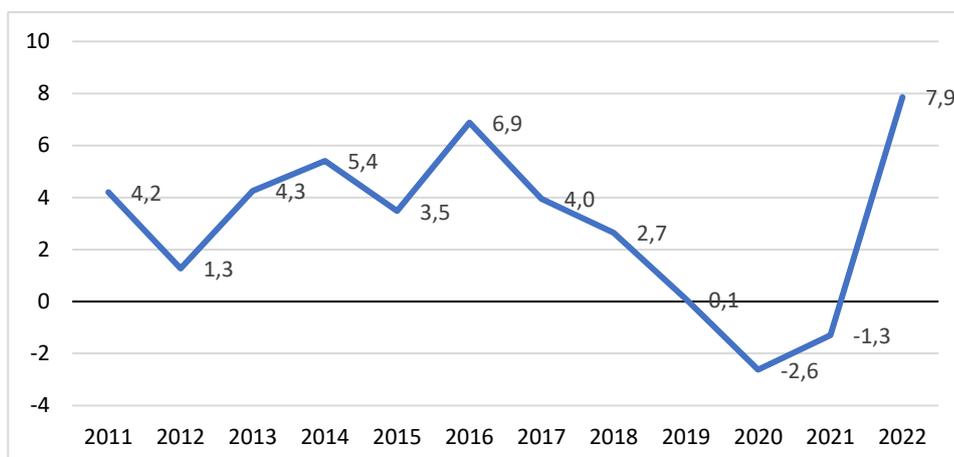
O novo governo tem grandes desafios para recompor a economia brasileira. São diversas dimensões que demandam atenção. Para citar algumas, podemos remeter à necessidade de melhoria na distribuição de renda e riqueza, da recuperação da capacidade do Estado em ofertar serviços públicos essenciais à população – garantidos, inclusive, na Constituição de 1988 – e da modernização do parque industrial à luz da agenda de sustentabilidade ambiental.

Contudo, a nova administração conta hoje com menos graus de autonomia para enfrentar esses problemas. Anos de políticas de austeridade fiscal, com foco em corte de gastos públicos e privatizações, reduziram a capacidade de intervenção estatal através do enfraquecimento das finanças e do material humano das instituições públicas. A imposição de regras monetárias e fiscais rígidas, com exceção do período da pandemia, tiraram do governo margem de manobra para intervir com propósito de alavancar o crescimento e o desenvolvimento econômico e promover a justiça social.

Portanto, a reconstrução da economia brasileira nos próximos anos deve passar também por uma discussão sobre o papel das instituições de política econômica – Tesouro Nacional, Banco Central, bancos de desenvolvimento etc. – e do modelo de desenvolvimento econômico sob a perspectiva de retomada do crescimento com prioridade para a sustentabilidade ambiental, melhoria nas condições de trabalho e a justiça social.

Atualmente, um dos principais entraves para a economia voltar a crescer de forma sustentada é a política monetária de juros reais elevados. Depois de experimentar taxas de juros nominais de um dígito por um período relativamente longo de tempo na história econômica brasileira, de meados de 2017 a meados de 2021, retomou-se uma política de rigidez monetária que levou a taxa de juros a 13,75% a.a., ou cerca de 8% em termos reais, num curtíssimo espaço de tempo (Gráfico 1).



Gráfico 1: Taxa real de Juros (Selic) – % a.a. – 2011-2022

Fonte: BCB e IBGE. Variação acumulada em 12 meses.

Que a política monetária no Brasil é excessivamente conservadora não é novidade. Contudo, a marca dos últimos anos havia sido justamente a aparente flexibilização dessa política, especialmente, durante a pandemia de covid-19. Com a aceleração inflacionária associada à pandemia e a guerra da Ucrânia, a autoridade monetária retomou o padrão antigo, de sufocar a economia brasileira com uma das mais altas taxas de juros praticadas no mundo.

Frequentemente, argumenta-se que a inflação é prejudicial do ponto de vista social, com impactos perniciosos sobre as condições de vida dos mais pobres. No Brasil, inclusive, esse argumento respaldou a adoção do regime de metas de inflação como um dos pilares da política econômica desde o final da década de 1990.

O regime de metas de inflação opera da seguinte forma: fixa-se uma meta para um índice de inflação, a qual deve ser perseguida pela autoridade monetária que tem sob seu controle algumas variáveis para influenciar o comportamento dos preços, em especial, a taxa básica de juros. Há diversos canais de transmissão possíveis da taxa de juros para a inflação, que a teoria convencional supõe funcionarem de forma eficaz, e há defasagens entre as mudanças nos juros e nos índices de preços. É nessa calibragem que deveria operar o banco central. Na prática, os economistas parecem compreender pouco sobre esses mecanismos de transmissão da política monetária e seus efeitos finais, haja vista a complexidade das consequências da taxa de juros sobre a economia.

No arcabouço teórico por trás do regime de metas, propõe-se que quando a economia se acelera, gera-se uma pressão sobre os preços advinda de uma demanda mais aquecida. Para arrefecer essa pressão, a autoridade deveria elevar a taxa de juros e,



assim, desacelerar a economia. Com a desaceleração da economia, espera-se que a inflação venha a ceder. Nessa visão, o receituário não muda mesmo quando há choques de oferta, desconectados do comportamento do nível de atividade: o aumento dos juros é compreendido como necessário para conter os efeitos de segunda ordem de eventuais choques ao desaquecer a demanda.

Na experiência corrente, a inflação brasileira é causada majoritariamente por choques do lado da oferta, como o aumento dos preços do petróleo, ou o aumento dos preços dos bens importados. A lógica do modelo levou a taxas de juros mais altas para reduzir a demanda e então inibir o repasse das pressões de custo. O resultado tem sido um efeito limitado sobre a inflação e impactos negativos sobre o crescimento e o emprego. A eficácia dessa política, portanto, é posta em xeque no mundo real.

O regime de metas de inflação se baseia também na hipótese de superioridade de resultados quando a autoridade monetária segue regras claras e transparentes, que são entendidas pela sociedade. Nesse contexto, a literatura convencional sugere que quando a política monetária é conduzida de forma discricionária, problemas de inconsistência temporal aparecem. A inconsistência temporal surge quando a política monetária posta em prática em determinado período não é mais considerada ótima em uma data posterior. A autoridade monetária pode se sentir motivada, então, a não seguir a regra anunciada inicialmente, por exemplo, objetivando obter taxas de desemprego menores no curto prazo. Porém, segundo a teoria que sustenta o regime de metas, isso teria um custo: a perda de reputação da autoridade monetária.

Nessa interpretação, a perda de reputação implica que os agentes privados vão ajustar rapidamente suas expectativas (racional) e seu comportamento a uma postura discricionária do banco central. Com isso, o custo de redução da inflação em datas futuras iria exigir maior sacrifício em termos de taxas de juros mais elevadas e persistentes. Além disso, o regime de metas de inflação supõe que o impacto da taxa de juros sobre a inflação ocorre principalmente por meio das expectativas dos agentes. Se as metas de inflação forem “críveis” isso acabaria por alinhar as expectativas do público àquelas anunciadas pelo banco central. O gerenciamento das expectativas torna-se, portanto, um dos elementos mais importantes da política monetária – daí a referência corriqueira à necessidade de “ancorar” as expectativas em contextos de aceleração inflacionária.

Por fim, ainda nessa perspectiva teórica, a autonomia do banco central passa a ser um arranjo institucional importante para lidar com problemas de inconsistência temporal. Um banco central autônomo, com um mandato claro para controlar a inflação, limitaria



a capacidade do governo de manipular a política monetária para fins políticos, assegurando um resultado social ótimo.

No Brasil, optou-se por um arranjo em que os mandatos da diretoria do Banco Central não são coincidentes com o mandato do Executivo federal, criando, assim, uma ruptura entre os “ciclos” político e monetário. A definição da meta de inflação ainda é responsabilidade do Conselho Monetário Nacional, cujos integrantes são, em parte, apontados pelo Executivo, mas o Banco Central tem plena autonomia para definir os rumos das taxas de juros.

As manifestações recentes do presidente Lula e de outros integrantes do governo sobre o nível excessivamente elevado da taxa Selic são consideradas pelo “mercado” ruídos que prejudicam a política anti-inflacionária do Banco Central. No mundo real, porém, a inflação só cedeu em resposta aos movimentos de preços internacionais e a um aumento abrupto e severo da taxa básica de juros no país, que jogou a economia brasileira numa espécie de limbo em termos de crescimento. A despeito dessa política, não há perspectiva de fazer os números convergirem para as metas. Não custa lembrar, nos últimos dois anos o Banco Central teve que justificar à sociedade porque falhou em alcançar seus objetivos – e provavelmente terá que fazê-lo pelo terceiro ano consecutivo.

Há aqui duas discussões em tela. A primeira trata do nível da meta de inflação. Mesmo entre articulistas e economistas que endossam a configuração atual do regime de metas de inflação no Brasil, há quem defenda que as metas fixadas para 2023 e 2024 são inalcançáveis e precisam ser reajustadas, refletindo a nova dinâmica inflacionária global. Além disso, há aqueles que defendem uma flexibilização do regime de metas brasileiro, por exemplo, por meio da adoção de núcleos de inflação como referência das metas ou da ampliação dos intervalos de tolerância da meta. Trata-se, portanto, de conferir maior flexibilidade à gestão da política monetária.

A segunda discussão diz respeito a questões negligenciadas pela abordagem convencional da política monetária. Trata-se da inflação como uma mazela social: como a inflação tem efeitos indesejáveis, pois atinge com mais força a camada pobre da população, o seu combate por meio de uma gestão de técnicos protegidos da manipulação de políticos oportunistas seria um indicativo de boa administração da política macroeconômica e da promoção da justiça social. A alta inflação, porém, não é o único problema, especialmente, porque a política de juros não é neutra do ponto de vista distributivo. A camada mais pobre da população sofrerá devido aos juros elevados.



As variações na taxa de juros têm impacto não só no nível de demanda agregada, como supõe o modelo do regime de metas de inflação, mas também sobre a renda e a riqueza dos agentes econômicos. Por exemplo, um aumento das taxas de juros atinge negativamente agentes com dívidas: as despesas financeiras dos endividados aumentam proporcionalmente ao aumento das taxas de juros, levando a uma posição mais frágil financeiramente, que pode demandar ajustes nas decisões de gasto dessas unidades.

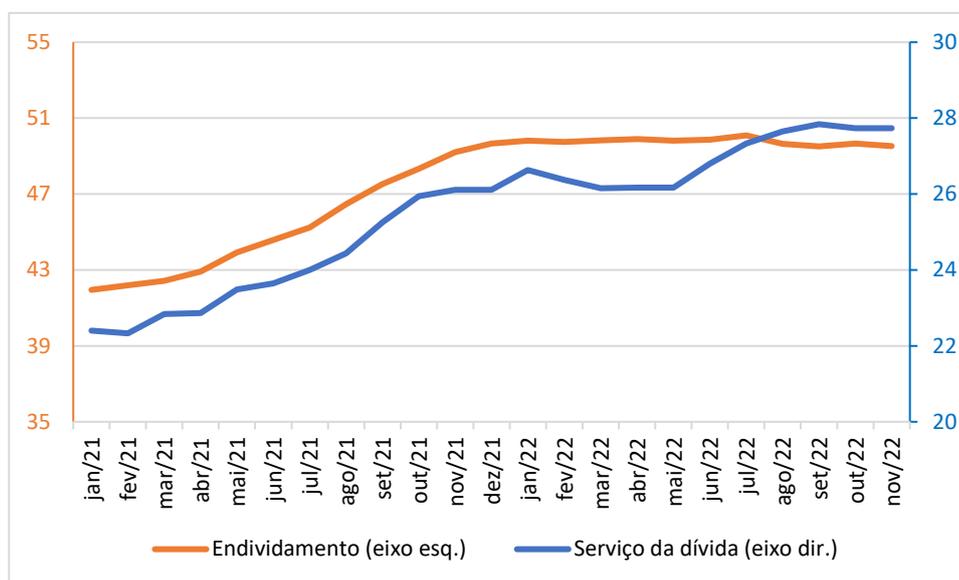
No caso das famílias, juros mais altos se traduzem em um aumento do endividamento das camadas mais vulneráveis da população e do comprometimento da sua renda com despesas financeiras, o que limita sua capacidade de consumo e aumenta sua dependência de bens e serviços públicos. No Brasil, entre 2021 e 2022, os indicadores de endividamento das famílias se deterioraram substancialmente em resposta ao aumento da taxa Selic (Gráfico 2). No caso das empresas, o aumento das despesas financeiras pode levar a ajustes nas demais despesas operacionais, influenciando, por exemplo, as despesas com contratações e folha salarial, com impacto negativo sobre o mercado de trabalho na economia.

Isso se aplica também ao governo: ao elevar os juros, o custo de rolagem da dívida pública aumenta. Haja vista a predominância da abordagem convencional, isso se traduz em uma pressão para o governo cortar gastos, sob o argumento de que é necessário assegurar o pagamento dos encargos da dívida. Gasto público, vale lembrar, é oferta de bens e serviços públicos não mercantis; portanto, a contenção do gasto, de forma sistemática, afeta a provisão desses bens e serviços, impactando negativamente a população mais pobre, que depende mais deles.

Contudo, a taxa de juros além do “custo do crédito”, que impacta os endividados, também deve ser apreciada como uma fonte de rendimento para os detentores de investimentos financeiros. O endividamento do governo por meio de títulos públicos, que são considerados quase-moeda, tem como contrapartida a transferência de juros para os agentes que detêm essa dívida pública. Com isso, ao elevar a taxa básica de juros, o Banco Central promove uma transferência de renda para os detentores desses títulos, em larga medida, instituições financeiras, investidores institucionais e famílias ricas.



Gráfico 2: Endividamento de famílias e comprometimento da renda com serviço da dívida como porcentagem da renda nacional disponível – % – 2021-2022



Fonte: BCB.

Fica claro, portanto, que mudanças nas taxas de juros beneficiam alguns grupos de renda em detrimento de outros.

Ademais, o movimento dos juros tem efeito duradouro na economia, pois altera a alocação de recursos com consequências sobre a dinâmica de longo prazo. Em especial, taxas de juros sistematicamente elevadas desestimulam o investimento produtivo, que se torna uma opção pouco competitiva face às aplicações financeiras; taxas de investimento baixas, por sua vez, comprometem o potencial de crescimento da economia, gerando um ciclo de baixo crescimento da renda e emprego.

Além disso, sob o diagnóstico de que o processo inflacionário é alimentado fundamentalmente por choques de oferta, um regime de metas administrado de forma rígida, como é o caso no Brasil, cria uma expectativa de que a cada repique inflacionário o Banco Central irá reagir aumentando a taxa de juros na tentativa de trazer a inflação para a meta. Quanto mais baixa for a meta de inflação, maior o estímulo para que taxas de juros reais e nominais fiquem em patamares elevados. Esse comportamento da política monetária, assim, alimenta o rentismo e restringe a atuação da política fiscal.

A elevada taxa nominal de juros comprometerá bastante o cenário econômico de 2023 e dos próximos anos. A meta de 3% definida para os próximos anos sinaliza um estreitamento importante do espaço de política para o governo promover o



crescimento econômico e buscar mais equidade social. Cabe perguntar, portanto, a quem interessa manter metas de inflação excessivamente baixas? Metas irrealistas de inflação reforçam um padrão de aumento das desigualdades sociais e de baixo crescimento, além de realimentar a financeirização da economia. Taxas de juros persistentemente altas, por longos períodos de tempo, pioram as condições de vida das camadas mais pobres da população.

A condução da política monetária de forma muito conservadora precisa ser revista, pois não há como enfrentar os desafios de promoção de justiça social e modernização da economia com uma política monetária tão restritiva. O debate iniciado pelo presidente Lula é bem-vindo e necessário.



Pecado original e economias emergentes e em desenvolvimento no período 2005-2021

Adriano Vilela Sampaio

Professor da Faculdade de Economia da UFF e Coordenador do Finde/UFF

47

O objetivo desta nota é fazer uma análise de economias emergentes selecionadas a partir de uma nova base de dados do *Bank for International Settlements* (BIS) disponível [online](#). A nota começa por uma breve discussão teórica sobre o conceito de pecado original e depois são analisados alguns indicadores. Por fim, é feita uma discussão sobre a relação entre superação do pecado original e redução da vulnerabilidade externa.

O pecado original

Pecado original é a incapacidade de um país se endividar na própria moeda em mercados internacionais. Por “país”, entenda-se governos (nacionais e subnacionais) e empresas. Mercados internacionais referem-se àqueles que não o do emissor (ex: uma empresa que opera no Brasil emitindo títulos no mercado dos EUA). Em mercados domésticos ou externos, a moeda de denominação da dívida emitida pode ser a doméstica ou a estrangeira e a retenção pode ser por residentes ou não residentes. As diferentes combinações possíveis das obrigações constituídas geram distintos graus de risco.

Se um país quer ampliar sua base de investidores, atraindo não residentes, ele pode tanto operar em mercados estrangeiros como facilitar a entrada de investidores externos (aqui tratados como sinônimos de não residentes) nos mercados domésticos. Em países com mercados financeiros menos desenvolvidos (“pouco profundos”), ou seja, baixa diversidade de instrumentos financeiros, liquidez e estoque de poupança, investidores externos poderiam ampliar as opções e reduzir custos de financiamento. Esse inclusive é um dos argumentos centrais dos possíveis benefícios da abertura financeira¹ pelas economias emergentes e em desenvolvimento (EED), cujos mercados

¹ Que envolve, entre outras coisas, a remoção de restrições ao endividamento externo por nacionais (aqui tratados como sinônimos de residentes) e do acesso aos mercados financeiros domésticos por investidores externos.



financeiros historicamente são menos desenvolvidos que nas economias avançadas (EA).

Os potenciais benefícios nessa estratégia trazem riscos associados e é aí que entra o pecado original. Partindo do pressuposto que os fluxos de capitais para EED obedecem aos ciclos internacionais de capitais (que prevalecem sobre fatores domésticos), em períodos de alta liquidez internacional, haveria forte entrada de capitais no país. A baixa taxa de juros nas economias centrais e a expectativa de manutenção ou até valorização da taxa de câmbio local estimularia a tomada de recursos em moeda estrangeira por residentes. Se estes têm receitas prioritariamente em moeda doméstica, há descasamento cambial. Nos momentos de reversão, a entrada de capitais diminuiria, às vezes de forma abrupta (*sudden stops*), e haveria fortes saídas (fuga de capitais), desvalorizando o câmbio e piorando as condições financeiras (juros, prazos, volume, etc.) de rolagem e novos financiamentos. Com a desvalorização, há uma elevação (em moeda doméstica) do estoque e custo da dívida, o que pode comprometer a saúde financeira ou até tornar insolvente o tomador. Em outros termos, haveria uma crise no balaço de pagamentos e quiçá financeira. No caso de câmbio fixo, a reversão dos fluxos tornaria alto o custo de manutenção da taxa, pois demandaria medidas de alto custo econômico e político, como uso de reservas (que são limitadas), elevação de juros, imposição de controles de capitais, busca de financiamento em órgãos multilaterais, etc. No limite, o governo teria de desvalorizar ou abandonar a paridade vigente.

Portanto, sob câmbio fixo ou flutuante, o acúmulo de dívidas em moeda estrangeira expõe a economia aos ciclos internacionais de liquidez e a torna mais sujeita a crises no balanço de pagamentos. O endividamento externo em momentos de “bonança” é um dos elementos centrais na explicação de crises nas diferentes gerações de modelos de crises cambiais. A necessidade de endividamento em moeda estrangeira seria a causa fundamental das crises externas que assolaram diversas EED desde a década de 1970 (com especial gravidade os países da América Latina na de 1980). Com o choque de juros nos EUA em 1979 e a piora aguda da disponibilidade de financiamento internacional que se seguiu, a saída foi recorrer ao FMI, buscar a renegociação ou simplesmente decretar moratória.

Economias emergentes e em desenvolvimento e o pecado original no período 2005-2021

A base de dados analisada consiste no estoque de títulos soberanos (maturidade maior de um ano) emitidos pelo governo geral (governo central, entes subnacionais e fundos



de seguridade social, exclusive empresas estatais e banco central) em moeda doméstica e estrangeira em mercados domésticos e estrangeiros de 25 grandes EED entre o 4º trimestre de 2005 e o 4º trimestre de 2021². A Croácia atualmente é parte da zona do euro, mas sua adesão só ocorreu em janeiro de 2023, por isso ela consta na análise como um país de moeda própria. Apesar dos dados não incluírem empréstimos, os termos dívida e endividamento serão usados nesta nota para se referir ao passivo composto pelos títulos soberanos.

Quando se fala em um país, temos diferentes agentes que podem estar mais ou menos condicionados pelo pecado original. Em geral, o governo tem maior capacidade de endividamento externo em moeda doméstica (estão menos sujeitas ao pecado original) que outros setores, o mesmo quando se comparam grandes e pequenas EED (Du and Schreger, 2022; Eichengreen et al, 2022 *apud* Onen, Shin e Peter, 2023). Para o caso dos títulos soberanos dos países analisados, prevalecem as emissões no mercado doméstico (cerca de 75%). Nos mercados domésticos (externos) prevalecem emissões em moeda doméstica (estrangeira) e retenção por residentes (não residentes) (*Ibid*). Nos dados disponibilizados não há distinção entre mercado doméstico e externo, apenas por residência do detentor e moeda de denominação. Aqui, portanto, endividamento externo se refere à dívida retida por não residentes, independentemente de onde ela tiver sido emitida.

A partir da definição de pecado original, poder-se-ia considerar que sua superação ocorre quando há demanda significativa por seus títulos em moeda doméstica por não residentes. Com isso, seu financiamento não ficaria limitado ao mercado doméstico e seu risco cambial seria eliminado. No outro extremo, se a maior parte da dívida for em moeda estrangeira e detida por residentes, significa que nem mesmo eles aceitam reter dívidas em sua própria moeda.

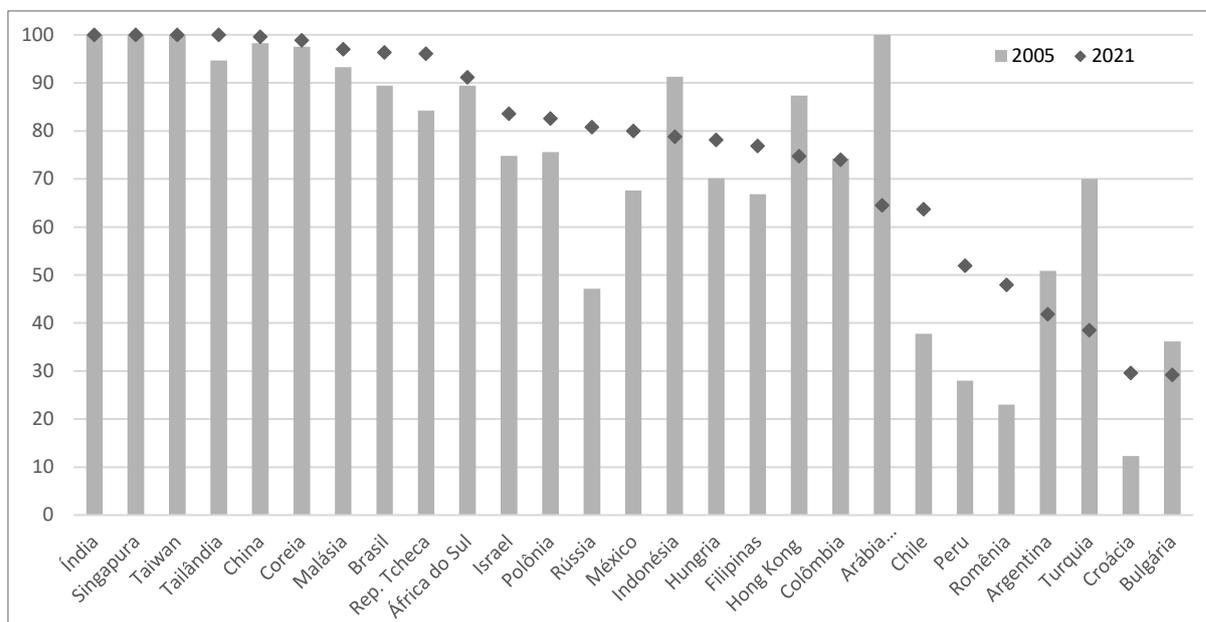
Antes de passar para a análise de indicadores mais específicos, a figura 1 traz uma comparação entre a porcentagem dos títulos denominados em moeda estrangeira (eixo x) e a proporção detida por não residentes (eixo y) em EA (azul) e EED (vermelho), considerando títulos tanto em moeda doméstica como estrangeira³. Valores à esquerda (direita) da linha de 45º indicam maior (menor) participação de não

² Nem todos os dados de todos os anos estão disponíveis para os 25 países, por isso em alguns gráficos eles não aparecem.

³ Os dados para economias avançadas não estão disponíveis na base em questão, por isso foi usada a figura do próprio artigo.



Figura 2 - Proporção do estoque de títulos em moeda doméstica (%; 4T/2005 e 4T/2021) - Economias selecionadas



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BIS.

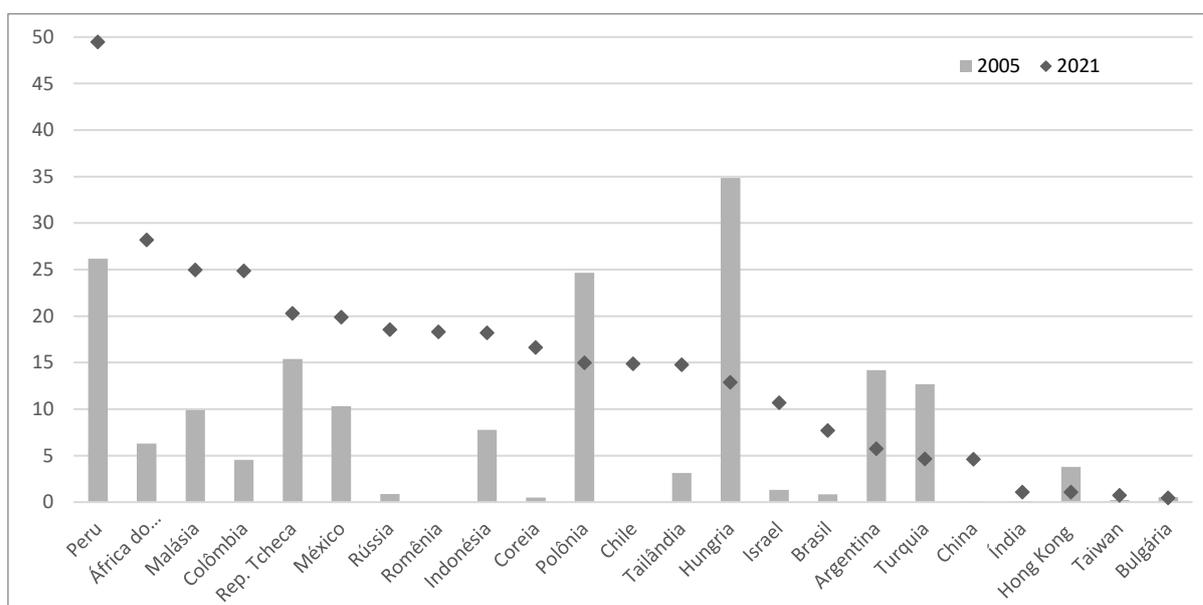
Pela Figura 2 vemos que a maioria dos países não apenas tem endividamento denominado predominantemente (maior que 70%) em moeda doméstica como elevou essa proporção entre 2005 e 2021. Chama a atenção que em 2021 alguns países tinham 100% da dívida em moeda doméstica, como Índia, Singapura, Taiwan e Tailândia. Na China, Coreia, Malásia, Brasil e República Tcheca esse número passa de 96%. Argentina e Turquia se destacam negativamente não apenas por terem menor proporção de endividamento em moeda doméstica como por terem apresentado piora no indicador. Ambos vêm passando por turbulências nos últimos anos. A Argentina inclusive tendo que recorrer ao FMI e reestruturar suas dívidas em mais de uma ocasião.

Os dados refletem a estratégia das EED em se proteger das instabilidades externas após as crises cambiais do fim da década de 1990 e início dos anos 2000, favorecida pela alta liquidez internacional e altos preços de *commodities*. A acumulação de reservas e a constituição de mecanismos cooperativos regionais foram outras medidas importantes no período, especialmente para os países asiáticos. (Sampaio e Weiss, 2020). Considerando que dívidas em moeda estrangeira são um dos principais fatores de fragilidade externa, pode-se considerar que nesse quesito a maioria delas se encontra em situação relativamente confortável.



Relacionando esse dado com a discussão do pecado original e da vulnerabilidade externa de forma geral, se a dívida for total ou predominantemente em moeda doméstica, fugas de capitais (acompanhadas ou não de desvalorizações) não trariam problemas imediatos de solvência externa. No entanto, esse perfil do passivo pode refletir tanto uma superação do pecado original como sua manifestação, a depender de quem são os detentores da dívida. Uma proporção muito baixa de não residentes, pode indicar tanto uma opção de perfil de captação de recursos (conta financeira fechada, que dificulte o acesso de não residentes ao mercado doméstico) como a pura e simples falta de demanda externa por dívidas em moeda doméstica, ou seja, o pecado original em sua essência. Já uma significativa participação de não residentes indicaria a disposição destes em reter ativos na moeda do país em questão, ou seja, a superação do pecado original. Esse dado é apresentado na Figura 3.

Figura 3 - Proporção do estoque de títulos em moeda doméstica detidos por não residentes (%; 4T/2005 e 4T/2021) - Economias selecionadas



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BIS.

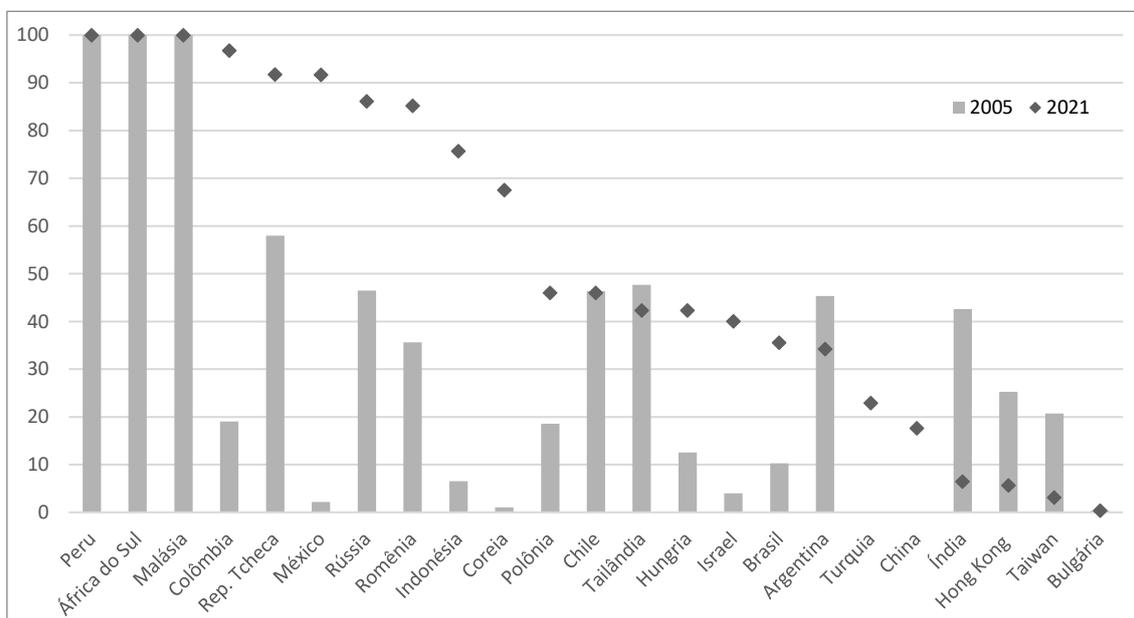
Como no caso anterior, há uma tendência comum, a participação de não residentes na dívida em moeda doméstica aumentou na maioria das economias. O Peru tem um valor bem acima dos demais, aproximando-se de 50%, enquanto na Índia, Hong Kong e Taiwan esse valor fica próximo de 1%. Argentina e Turquia combinam baixa participação com queda expressiva no período de análise. Considerando que ambos aumentaram a participação de moeda estrangeira no passivo, o esperado seria que a



participação de não residentes tivesse crescido. Isso sugere que a baixa participação de não residentes reflete mais a percepção de risco associada a esses títulos que uma estratégia de mantê-los na mão de residentes. No caso da Índia essa baixa participação possivelmente reflete o uso de controles permanentes sobre a conta financeira. O grande aumento da China (de 0,04% para mais de 4,6%) é fruto de sua política de relaxamento de medidas de controles de capitais que, por sua vez, faz parte da estratégia de internacionalização do Renminbi.

Para Onen, Shin e Peter (2023), o indicador mais adequado para se avaliar a progressão da superação do pecado original é o que eles chamam de exposição de não residentes à moeda doméstica. Este é dado pela razão entre o volume de dívida em moeda doméstica de EED e o total de dívida soberana das mesmas economias em suas carteiras. Uma razão crescente indicaria uma maior disposição ao risco cambial (por isso o termo “exposição”) em moedas de EED em relação à propensão ao risco de títulos soberanos de emergentes em geral. Em outras palavras, refletiria uma maior capacidade de EED de se endividar em moeda doméstica por não residentes. Os dados constam na Figura 4.

Figura 4 – Exposição de não residentes a moedas de EED (%; 4T/2005 e 4T/2021) - Economias selecionadas



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BIS.

Dado que suas emissões só se dão em moeda doméstica, a exposição às moedas de Índia, Tailândia e Taiwan não poderiam ser diferentes de 100%. Como no caso anterior,



há uma tendência de alta para a maioria das economias, com Argentina e Turquia de destacando no outro extremo. Ou seja, pode-se novamente falar em uma redução do pecado original para algumas das EED.

Em resumo, foram apresentadas três tendências: i) maior proporção de emissão em moeda doméstica; ii) maior participação de não residentes na dívida em moeda local; iii) exposição à moedas de EED. Segundo Onen, Shin e Peter (2023), nos últimos 10 anos, as tendências aqui apontadas⁴ se estagnaram ou até se reverteram. Entre 2013 (anúncio do *tapering* pelo Fed) e 2016, as moedas das EED tiveram desvalorização média de 25%, levando à queda no retorno em moeda estrangeira de ativos denominados em moedas locais. Como esse é o indicador de referência para não residentes, essas perdas interromperam o movimento de alta de demanda por ativos desse perfil. Além disso, em momentos de maior instabilidade, como a crise financeira global de 2008 e a pandemia, a liquidação de ativos em moeda doméstica por não residentes foi mais forte que no caso dos ativos em moeda estrangeira (*Ibid*). Arslanalp, Eichengreen e Simpson-Bell (2022) mostraram que no período 2011-2021 algumas dessas moedas passaram a ser mais demandadas até mesmo para composição de reservas, caso do renminbi, won e os dólares de Singapura e Hong Kong. Um dos motivos para isso seria justamente a menor desvalorização em relação às demais moedas emergentes e o alto rendimento relativa à instabilidade das mesmas (*sharp ratio*). Ou seja, a demanda por moedas de EED ainda está muito relacionada ao seu rendimento.

Há ainda um último ponto relevante a ser explorado. A redução do pecado original implica necessariamente redução da vulnerabilidade externa? Uma primeira resposta (negativa) foi dada no parágrafo anterior. Apesar de o endividamento em moeda estrangeira, e o consequente descasamento cambial, ser um fator de alto risco, ele não é o único. A questão central é a dependência de fluxos internacionais de capitais.

Países com déficits recorrentes em transações correntes ou que façam uso de taxas valorizadas de câmbio para conter a inflação e, portanto, dependem de fluxos financeiros, serão afetados pelas condições globais de liquidez mesmo sem endividamento em moeda estrangeira. A denominação da dívida em moeda doméstica transfere o risco cambial aos investidores externos, de forma que desvalorizações cambiais configuram uma perda adicional (em termos da moeda dos detentores) aos detentores quando há uma queda no valor de títulos de EED, fenômeno chamado de

⁴ Os autores falam de 4 tendências, incluindo a maior participação de não residentes no estoque total (moeda doméstica + estrangeira) de dívidas soberanas de EED.



pecado original restaurado (*original sin redux*) (Hofmann, Shim, e Shin, 2020). Essas perdas fazem com que os fundos liquidem posições nas EED, o que acaba por reforçar o movimento inicial de queda de preços e elevação de *spreads*. Em alguns casos, essa liquidação nem é uma opção, pois há regras que determinam a venda de ativos após um limiar de perda ou de aumento de classificação de risco. Essa dinâmica está relacionada ao comportamento de fundos que cada vez mais se orientam por *benchmark* (*benchmark-driven funds*), ou fundos passivos, o que tende a reforçar comportamentos de manada, pois os gestores não podem apresentar rendimentos menores que seus concorrentes (Paula, Fritz e Prates, 2020). Nesse sentido, seria um novo canal de transmissão de choques financeiros, decorrente justamente da superação do pecado original, *i.e.*, da presença de não residentes nos mercados domésticos.

Portanto, embora os dados mostrem um menor peso do pecado original, a rígida estrutura hierárquica de moedas parece prevalecer. Conforme Conti, Prates e Plihon (2014), a demanda por moedas periféricas (ativos nela denominados) é condicional (ou cíclica) e depende diretamente dos ciclos internacionais de liquidez. Enquanto nos momentos de alta, fatores domésticos possam explicar a distribuição de fluxos entre EED, nos episódios de reversão a “fuga para a segurança” é generalizada. Como bem descreve Théret (2007 *apud* Conti, Prates e Plihon, 2014, p. 349), “*a crise revela a natureza da moeda*”.

Considerações finais

Foi mostrado nesta nota que os dados sugerem que algumas das grandes economias emergentes superaram ou ao menos tornaram menos saliente o pecado original. Entretanto, isso não implica necessariamente redução da vulnerabilidade externa. Enquanto valer a hierarquia de moedas, a redução das vulnerabilidades externas das EED só virá com a menor exposição a não residentes e maior proporção de dívida em moeda doméstica. Isso, por sua vez, só é possível se o país não depender estruturalmente de fluxos externos e tiver controles sobre entradas de capitais, ou seja, um menor grau de integração financeira. Nos últimos anos, a literatura empírica vem mostrando que a abertura financeira traz riscos e instabilidades, enquanto seus benefícios são mais limitados. Em um contexto de alta mobilidade de capitais, medidas como altos volumes de reservas internacionais e participação em mecanismos regionais cooperativos continuam sendo condição necessária para redução da vulnerabilidade externa.



Referências Bibliográficas

ARSLANALP, S.; EICHENGREEN, B.; SIMPSON-BELL, C. (2022). The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies. IMF Working Paper 22/58, março. Disponível em: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2022/English/wpiea2022058-print-pdf.ashx>

CARSTENS, A; SHIN, H.S. (2019): Emerging markets aren't out of the woods yet, *Foreign Affairs*, 15 de março. Disponível em: <https://www.bis.org/speeches/sp190322a.htm>. Acesso em 03/04/2023.

CONTI, B.M.; PRATES, D.M.; PLIHON, D (2014). A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 23, n. 2 (51), p. 341-372, ago.

HOFMANN, B., SHIM, I.E SHIN, H.S. (2020). 'Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the COVID-19 pandemic', *BIS Bulletin* no. 5, abril.

ONEN, M.; SHIN, H. S.; PETER G.V. (2023) Risk capacity, portfolio choice and exchange rates. *BIS Working Papers*. n. 1075, fevereiro.

PAULA, L.F.; FRITZ, B.; PRATES, D. The metamorphosis of external vulnerability from 'original sin' to 'original sin redux': Currency hierarchy and financial globalisation in emerging economies. *Texto para Discussão*, Instituto de Economia UFRJ, n.033, 2020.

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



Economia política comparada e a performance do crescimento nos BRICS: um estudo a partir contabilidade do crescimento inspirada no supermultiplicador Sraffiano

Vinícius Centeno

Doutorando em Economia pela Università degli Studi di Siena

57

Partindo de uma abordagem situada na interseção dos campos da economia política comparada e da economia pós-keynesiana, o presente artigo analisa a performance do crescimento econômico dos países que compõem o bloco dos BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul) antes e depois da crise econômico-financeira global de 2008-9. Para isso, utiliza-se a metodologia de decomposição do crescimento desenvolvida em Freitas e Dweck (2013), inspirada no supermultiplicador Sraffiano. Apesar da redução da participação das exportações para todos os países do bloco no período que sucede a crise, China e Índia mantiveram elevadas taxas de crescimento econômico. A análise dos resultados sugere que os investimentos públicos desempenharam um papel central ao sustentar a demanda autônoma e, conseqüentemente, o crescimento econômico nestes países.

A abordagem dos modelos de crescimento na economia política comparada

A economia política comparada é um campo de pesquisa multidisciplinar que abrange economia, sociologia e ciência política. Na esteira do contexto antikeynesiano após o fim da Era de Ouro do capitalismo, a abordagem das Variedades do Capitalismo dominou a agenda de pesquisa em economia política comparada concentrando-se principalmente na diversidade transnacional e no papel das firmas para determinar diferentes configurações de equilíbrio institucional (Hall; Soskice, 2001). Buscando trazer à tona os regimes de demanda e características distributivas, a introdução da Abordagem dos Modelos de Crescimento por Baccaro e Pontusson (2016) fundiu ingredientes neo-kaleckianos a uma longa tradição de pesquisa em economia política no campo da economia política comparada. A diversidade transnacional não foi deixada de lado, mas diferentemente da literatura Variedades do Capitalismo original, o foco é deslocado dos equilíbrios institucionais. A Abordagem dos Modelos de Crescimento abriu espaço para uma agenda de pesquisa multidisciplinar que incorpora



a Economia Pós-Keynesiana e economia política comparada. Stockhammer e Kohler (2022) mostram que abordagem dos modelos de crescimento encontram-se na interseção de "primos distantes", uma vez que as raízes tanto da economia heterodoxa quanto da economia política comparada referem-se à economia política do século XIX. A bifurcação da pesquisa em economia política separou as disciplinas de economia e ciências sociais, das quais PKE e economia política comparada, respectivamente, emergiram como subáreas.

Apesar do crescente interesse por abordagens teóricas, empíricas e descritivas dentro desta perspectiva, não há consenso sobre a definição de modelos de crescimento e uma metodologia para operacionalizá-los e classificá-los (Baccaro; Hadziabdic, 2022). A metodologia tradicional de classificação introduzida por Baccaro e Pontusson (2016) determina o modelo de crescimento pelo componente da demanda agregada de maior contribuição relativa ao crescimento econômico no período de análise, identificado a partir da decomposição apresentada na Equação 1:

$$g = \left(\frac{C_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) g_{C_t} + \left(\frac{G_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) g_{G_t} + \left(\frac{I_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) g_{I_t} + \left(\frac{\Delta X_{t-1}}{Y_{t-1}}\right) g_{\Delta X_t} \quad (1)$$

Onde g é a taxa de crescimento do produto, C é o consumo das famílias, G é os gastos do governo, I é o investimento e ΔX se refere às exportações líquidas.

Procurando identificar as diferentes alternativas que os países encontraram para crescer desde a erosão do modelo impulsionado salários na era pós-fordista, o exercício realizado em Baccaro e Pontusson (2016) sugere um modelo liderado pelo consumo financiado por endividamento para o Reino Unido, liderado por exportações para a Alemanha, um modelo misto para a Suécia e ausência de modelo para a Itália, que não logrou encontrar alternativa de crescimento.

Partindo de uma abordagem pós-keynesiana do capitalismo dominado pelas finanças, a perspectiva empregada em Hein et al. (2021) combina as contribuições relativas ao crescimento com os saldos financeiros dos principais setores macroeconômicos (privado doméstico, financeiro, corporativo não financeiro, governo e setor externo). A partir daí, os regimes tradicionais liderados pelas exportações e liderados pelo consumo são estendidos para quatro tipologias diferentes¹.

¹ Os critérios de classificação detalhados são apresentados em Dunhaupt e Hein (2019, p.24).



A partir da análise empírica baseada na abordagem dos saldos setoriais, os principais resultados sustentam que, após a crise econômica e financeira de 2007-9, houve um deslocamento dos regimes de demanda e crescimento das economias desenvolvidas para uma orientação exportadora (Hein et al., 2021; Akcay et al., 2022). No entanto, a classificação baseada em maiores exportações líquidas e superávits em conta corrente pode induzir a interpretações indevidas, uma vez que pode derivar tanto do aumento das exportações quanto da redução das importações.

Para além dos critérios de classificação, é importante destacar que, sob a financeirização, os possíveis modelos de crescimento situam-se entre as exportações e o endividamento (déficit do governo ou do setor privado), como referido por Stockhammer (2022) como "modelos de crescimento neoliberais". O movimento capturado pelos autores mostra uma tendência à estagnação que reflete as contradições dos modelos de endividamento e exportador. O primeiro é caracterizado pela dinâmica cíclica do financiamento sobre a demanda privada e seu efeito contracionista de desalavancagem na crise financeira. Em contraste, o segundo requer o aumento dos déficits em conta corrente dos parceiros comerciais (Kohler; Stockhammer, 2021). Logo, independentemente da origem das maiores exportações líquidas observadas nos países desenvolvidos, os consequentes superávits crescentes em conta corrente exigem como contrapartida maiores déficits nas economias capitalistas emergentes, implicando um potencial gargalo no balanço de pagamentos (Akcay et al., 2022).

Dada a fraca geração de demanda agregada, a instabilidade do crescimento passa a ser central na análise. Uma vez que a análise do modelo de crescimento pressupõe um ambiente político e institucional estável que suporte uma estratégia de crescimento baseada em componentes específicos da demanda agregada, a natureza cíclica das contribuições ao crescimento em períodos de instabilidade pode não ser compatível com a taxonomia existente.

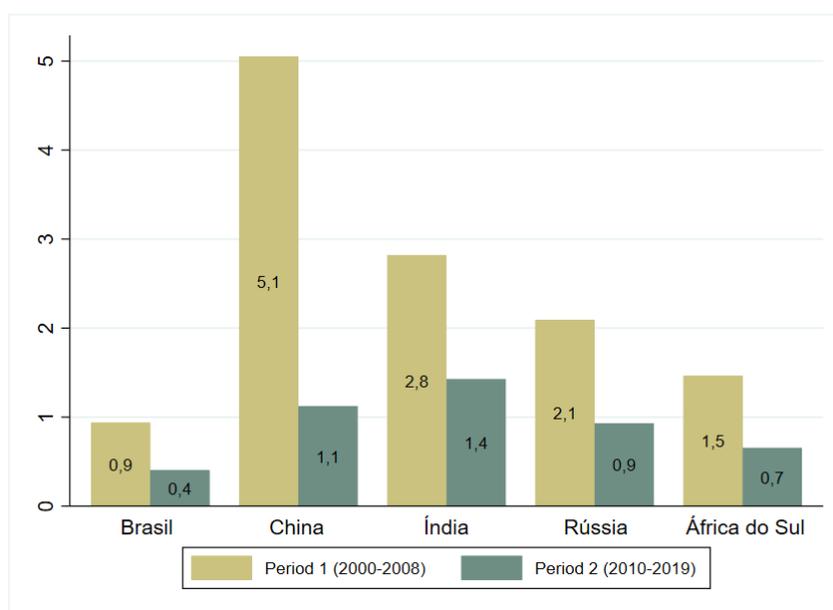
O caso dos BRICS

Tomando o crescimento das exportações líquidas e dos superávits em conta corrente dos países desenvolvidos após a crise de 2008-9 como ponto de partida, o presente artigo visa analisar o possível impacto desse movimento para economias em desenvolvimento em que as exportações representavam um importante componente da demanda agregada. Para isso, será analisada a decomposição do crescimento dos países dos BRICS, comparando o período que precede a grande recessão, de 2000 à



2008, com aquele que a sucede, de 2010 à 2019². Além de grandes economias em desenvolvimento, os países do bloco têm em comum uma queda da contribuição das exportações no período que sucede a grande recessão, como ilustrado o Gráfico 1.

Gráfico 1 – Contribuição média das exportações ao crescimento (%)



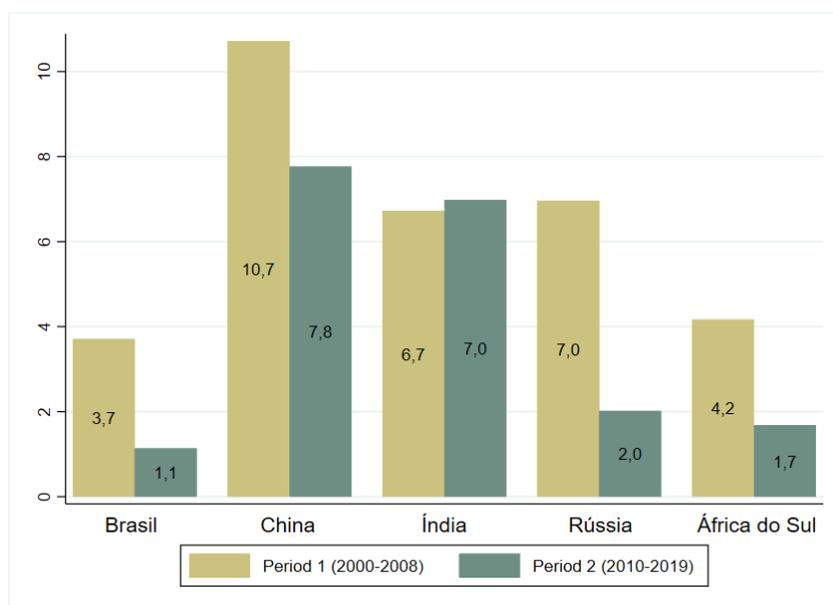
Fonte: Base de Contas Nacionais da OCDE. Cálculos do autor.

A despeito do comportamento generalizado no que se refere à menor contribuição das exportações para o crescimento, o Gráfico 2 mostra que, por um lado, China e Índia encontraram alternativas para manter o patamar de crescimento econômico, ao passo que Brasil, Rússia e África do Sul apresentaram uma redução significativa da taxa média de crescimento econômico no período após a grande recessão.

² Utilizando os critérios da abordagem dos balanços financeiros setoriais para classificação dos regimes de demanda, Campana et al. (2022) acrescentam ingredientes da abordagem do supermultiplicador Sraffiano para investigar as economias de Brasil, China, Índia e Rússia.



Gráfico 2 – Crescimento médio do PIB (%)



Fonte: Base de Contas Nacionais da OCDE.

Diferentemente da abordagem tradicional discutida anteriormente, o presente trabalho não se propõe a classificar os modelos de crescimento, mas sim analisar as performances e os principais componentes da demanda agregada das economias em questão. Para isso, entende-se que decomposição do crescimento inspirada no modelo do supermultiplicador Sraffiano (Freitas; Dweck, 2013) oferece uma análise teoricamente informada sobre o crescimento econômico e é apropriada para abordar os ingredientes da economia política que situam o debate na interseção entre economia política comparada e PKE (Morlin et al., 2022; Passos e Morlin, 2023).

O modelo formal do supermultiplicador Sraffiano baseia-se na distinção analítica entre componentes de demanda autônoma e induzida. Os componentes autônomos são gastos não financiados pela renda e que não geram capacidade produtiva (Serrano, 1995, p.71), compreendendo gastos do governo, exportações, investimento residencial e consumo financiado por endividamento. Em seguida, o supermultiplicador engloba os componentes induzidos: as propensões a consumir, investir e importar. Assim, os efeitos capturados pelo supermultiplicador fornecem *insights* sobre a relação entre crescimento e distribuição de renda. Em resumo, um aumento de uma despesa autônoma impacta diretamente a demanda agregada, mas também gera um fluxo de renda que induz o consumo e as importações e, indiretamente, o investimento. Logo, se as propensões permanecerem inalteradas, o crescimento dos componentes induzidos decorreu do fluxo de renda gerado por gastos autônomos. A análise dos



modelos de crescimento inspirada no supermultiplicador é realizada em Morlin et al. (2022), Passos e Morlin (2022) e Labat e Summa (2022). Prescindindo de rotular os modelos, Morlin et al. (2022) sugerem que os gastos do governo, as exportações e os gastos privados financiados com dívida são os principais componentes autônomos da demanda para as economias desenvolvidas analisadas. Passos e Morlin (2022) analisam modelos de crescimento na América Latina e diferentemente de Morlin et al. (2022), apresentam critérios de classificação do modelo de crescimento a partir da decomposição do crescimento inspirada no supermultiplicador.

A contabilidade do crescimento inspirada no supermultiplicador Sraffiano

O método de decomposição é um exercício contábil cujo ponto de partida é o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas. O produto interno (Y) mais as importações (M) são a oferta agregada, enquanto a demanda agregada é composta por consumo (C), consumo e investimento do governo (G), investimento (I), exportações (X) e variação de estoques (E). O conteúdo importado na demanda agregada é contabilizado pela introdução do parâmetro μ , que é a participação do conteúdo nacional do produto.

$$M = (1 - \mu)(C + G + I + X) \quad (2)$$

O termo $(1 - \mu)$ fornece a parcela de conteúdo importado e corresponde à propensão a importar. Além disso, assume-se que o consumo das famílias³ e o investimento privado⁴ são gastos induzidos pela geração de renda, os quais c e h são, respectivamente, as propensões a consumir e investir.

$$c = C/Y \quad (3)$$

$$h = I/Y \quad (4)$$

Em relação a c , um dos principais determinantes é a massa salarial, que é exógena ao modelo, visto que fatores políticos e sociais determinam a distribuição de renda. Por outro lado, h é explicado endogenamente pelos desvios entre a utilização efetiva da capacidade de produção e a taxa de utilização da capacidade normal. O princípio do ajuste do estoque de capital afirma que se a utilização da capacidade aumenta, a

³ Freitas e Dweck (2013) diferenciam o consumo autônomo e induzido através da distinção entre bens não-duráveis (induzido) e duráveis, entendidos como potencialmente financiados por crédito. Contudo, devido à disponibilidade de dados, o presente exercício considera todo consumo como induzido.

⁴ Onde o investimento privado (I) é obtido através da formação bruta de capital fixa (FCBCF) excluindo a FBCF do governo e os investimentos residenciais.



competição capitalista induz um aumento de h e realiza o investimento para ajustar a capacidade produtiva para corresponder à demanda agregada. Por fim, os demais componentes da demanda agregada são os gastos considerados autônomos (Z).

$$Z = G + IR + X \quad (5)$$

Efetivamente, os gastos autônomos são aqueles que podem ser financiados por meio de crédito e endividamento, enquanto as exportações são despesa do setor externo. Embora o investimento privado também seja provavelmente financiado com crédito e não apenas com poupança das empresas, há uma relação necessária que vai da produção ao investimento por meio do princípio de ajuste do estoque de capital. Assim, o investimento privado é assumido como induzido uma vez que é impulsionado pelas necessidades de produção, no sentido de expandir a capacidade produtiva para acomodar a demanda agregada efetiva. A partir das equações apresentadas, obtêm-se o nível de equilíbrio real do PIB (Y^*) é explicitamente em termos dos componentes da demanda autônoma (Z) e do supermultiplicador (α).

$$Y^* = \frac{\mu}{1 - \mu(c + h)} Z = \alpha Z \quad (6)$$

Seguindo a metodologia de decomposição do crescimento construída em Freitas e Dweck (2013), na próxima etapa, ao calcular as diferenças entre $t = 1$ e $t = 0$ das variáveis na Equação 6, o crescimento econômico $\Delta Y - gY(0)$ é obtido no lado esquerdo da igualdade. Após isolar a contribuição individual de cada um dos componentes, a Equação 7 expressa o crescimento do produto (g) como a soma da taxa real de crescimento das variáveis⁵.

$$\begin{aligned} g = \alpha(1) \left(\frac{C(0)}{Y(0)} \right) g_c + \alpha(1) \left(\frac{I(0)}{Y(0)} \right) g_I + \frac{\alpha(1)}{\mu(1)} g_\mu \\ + \alpha(1) \left(\frac{G(0)}{Y(0)} \right) g_G + \alpha(1) \left(\frac{IR(0)}{Y(0)} \right) g_{IR} \\ + \alpha(1) \left(\frac{X(0)}{Y(0)} \right) g_X \end{aligned} \quad (7)$$

⁵ O passo a passo algébrico é apresentado no apêndice de Freitas e Dweck (2013).



Na Equação 7, os três primeiros termos à direita da igualdade representam a contribuição dos componentes induzidos, ao passo que os últimos três termos indicam a contribuição dos gastos autônomos. Os dados para o cálculo da decomposição do crescimento foram obtidos na base de contas nacionais da OCDE. Nos casos da Rússia, China e Índia os dados da decomposição da formação bruta de capital fixo entre firmas, governo e famílias não estão disponíveis na base da OCDE. Para China e Índia, os dados complementares foram coletados do *National Bureau Statistics of China* e *Ministry of Statistics of India*, respectivamente, ao passo que para a Rússia os dados não estão disponíveis. Logo, não foi possível calcular a propensão a investir (h) e o supermultiplicador (α) para a economia russa, e, conseqüentemente, a análise prossegue com Brasil, China, Índia e África do Sul. Ademais, inclui-se a ressalva de que, na ausência de consumo autônomo, a decomposição captura a contribuição a partir de variações na propensão a consumir, o que pode subestimar o papel do consumo.

Resultados

Os Gráficos 3 e 4 apresentam a contribuição média de cada um dos componentes para os dois períodos de análise.

Gráfico 3 – Decomposição do crescimento (%) - Período 1 (2000-2008)

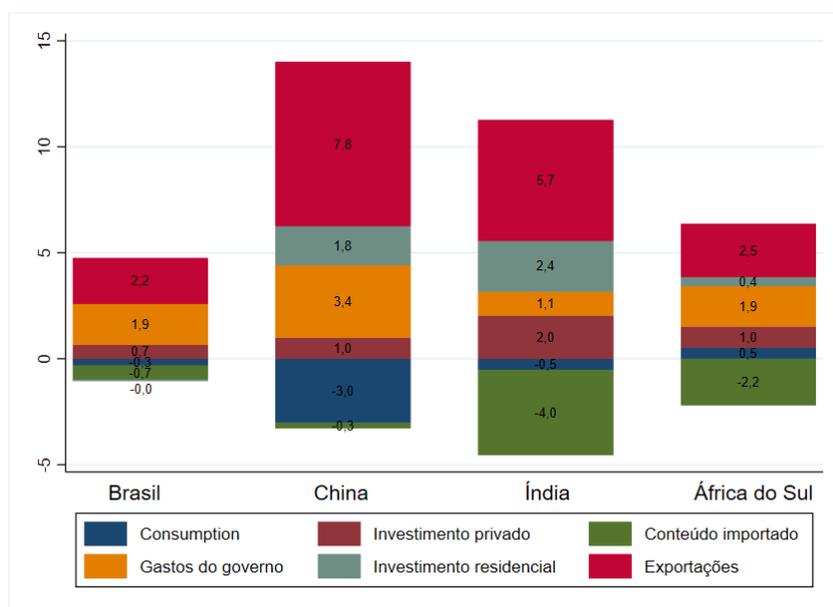
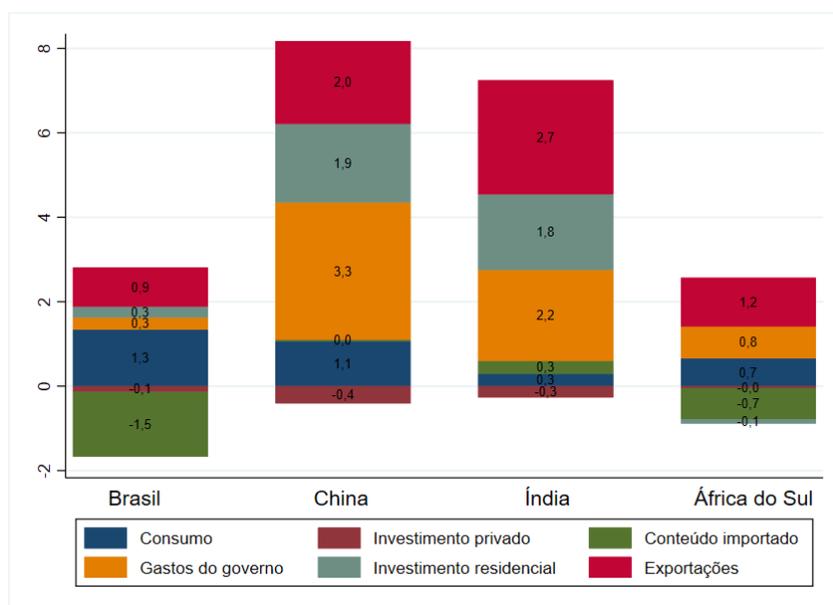


Gráfico 4 – Decomposição do crescimento (%) - Período 2 (2010-2019)



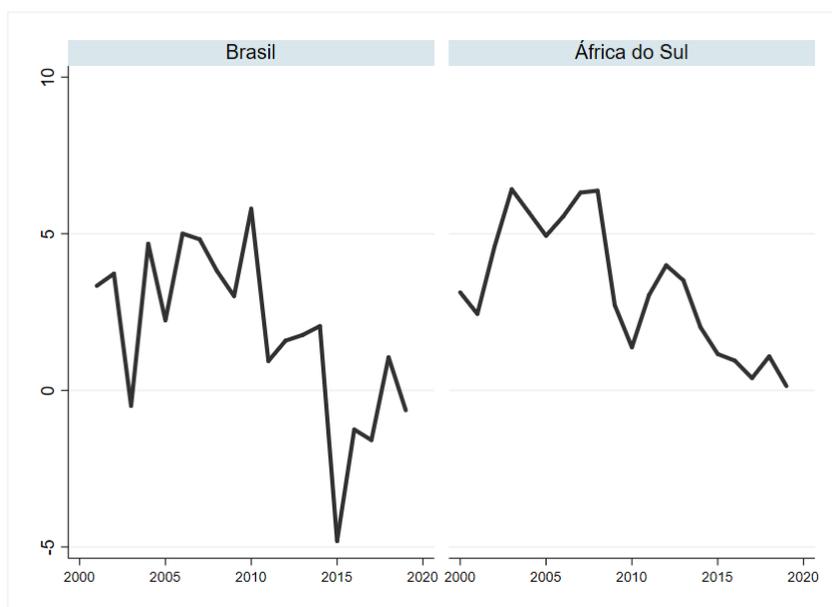
A redução da contribuição das exportações ao crescimento econômico no período que sucede a grande recessão reforça a ideia de que, na esteira da desaceleração da economia mundial, a melhora na posição da conta corrente e o crescimento das exportações líquidas dos países desenvolvidos estão mais ligados à redução nas importações do que propriamente uma transição para uma economia de caráter exportador. Este é provavelmente o caso das economias desenvolvidas que enfrentaram austeridade nos gastos do governo e desalavancagem das famílias após a crise econômico-financeira de 2008-9 (Kohler; Stockhammer, 2021). Naturalmente, espera-se que uma queda nos gastos domésticos prejudique a demanda por importações. Assim, as importações relativamente menores do que as exportações refletirão posições melhores tanto para as exportações líquidas quanto para a conta corrente, levando a uma classificação incerta de crescimento liderado pelas exportações. Tendo em vista o crescimento econômico moderado dos países da OCDE na década entre a Grande Recessão e a pandemia de Covid-19 (2,07% em média de 2010 a 2019), em vez de uma mudança da estratégia de crescimento para as exportações, os resultados obtidos por Hein et al. (2021) devem-se, em grande medida, à desaceleração da atividade econômica.

A decomposição do crescimento econômico sugere interpretações a respeito da manutenção das elevadas taxas de crescimento de China e Índia e a desaceleração das economias brasileira e sul-africana no período que sucedeu a crise de 2008-9. Considerando que todas as economias em questão foram afetadas pela queda das exportações no segundo período, o investimento público desponta como a variável



comum de sustentação da demanda para China e Índia. Como resposta imediata à crise econômica mundial, todos os países do bloco implementaram política fiscal expansionista e flexibilização da política monetária (Gupta, 2008; Yongding, 2010; Nassif et al., 2016). Contudo, com a persistência da recessão da economia global e a redução do espaço para atuação de política anticíclica, a situação se alterou a partir de 2011 (Nassif et al., 2016). Conforme ilustra o Gráfico 5, o decrescimento dos gastos públicos é agudo para Brasil e África do Sul a partir de 2014.

Gráfico 5 – Taxa de crescimento de G (%)

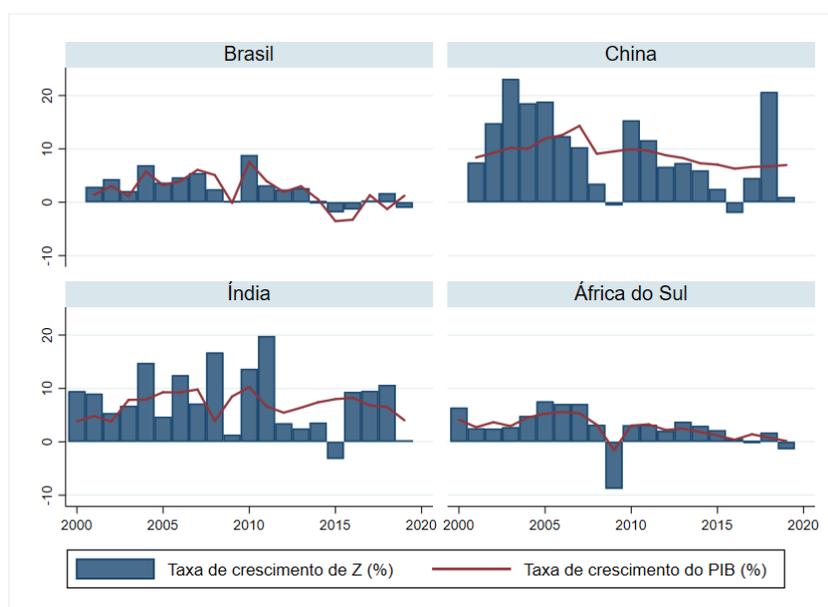


Segundo Nassif et al. (2016), Brasil e África do Sul experienciaram um estreitamento do espaço para estímulos devido à ausência de articulação entre as reformas liberalizantes implementadas nos anos 1990 e a política macroeconômica. Serrano e Summa (2015) alegam que, no cenário de desaquecimento do ciclo das *commodities* e queda das exportações, a austeridade dos gastos públicos reprimiu ainda mais a já combalida demanda doméstica no Brasil, contribuindo para o fraco desempenho da economia brasileira no período. Ademais, Nassif et al. (2016) acrescentam que a ausência de controle de capitais estrangeiros acarreta volatilidade da taxa de câmbio, que por sua vez implica elevação dos juros reais a fim de controlar a inflação. Os autores destacam que a forma pela qual as reformas liberalizantes foram conduzidas afetaram a participação do setor industrial no valor adicionado total, sugerindo que este é um fator a ser considerado para compreender as diferentes dinâmicas das economias do bloco. Enquanto Brasil e África do Sul reduziram a participação da indústria entre 1990 e 2014, China e Índia observaram um crescimento.



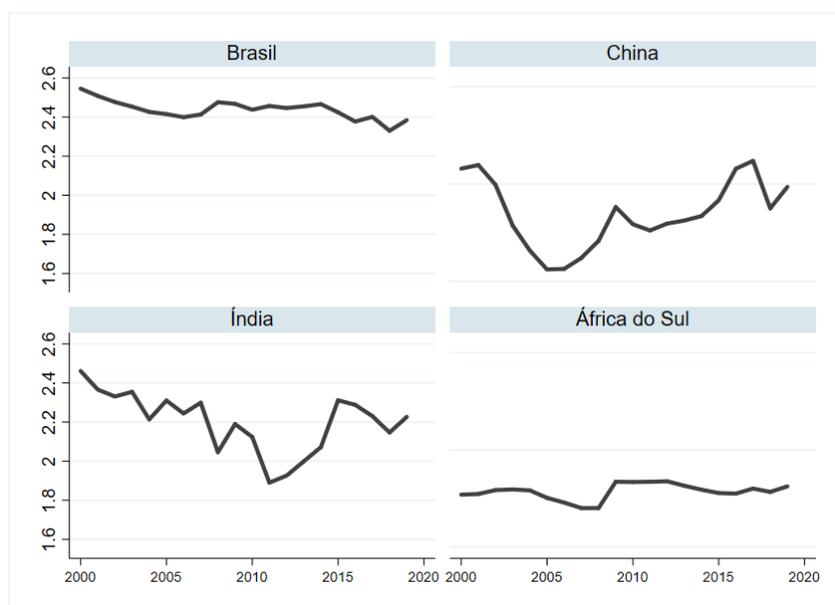
No que diz respeito à performance do crescimento econômico, os dados apresentados no Gráfico 6 mostram a evolução da taxa de crescimento dos gastos autônomos (Z) e do PIB. Para Brasil e África do Sul, os resultados sugerem uma correlação entre as variáveis, uma vez que a desaceleração econômica após a crise de 2008-9 acompanha o comportamento de queda dos gastos autônomos. No caso da China, apesar da tendência de desaceleração do crescimento dos gastos autônomos, estes ainda seguiram em patamares elevados após a crise. A Índia, por sua vez, apresenta uma tendência de crescimento de Z após 2012, apesar do choque negativo representado pela queda acentuada das exportações em 2015.

Gráfico 6 – Gastos autônomos (Z) e PIB – taxa de crescimento (%)



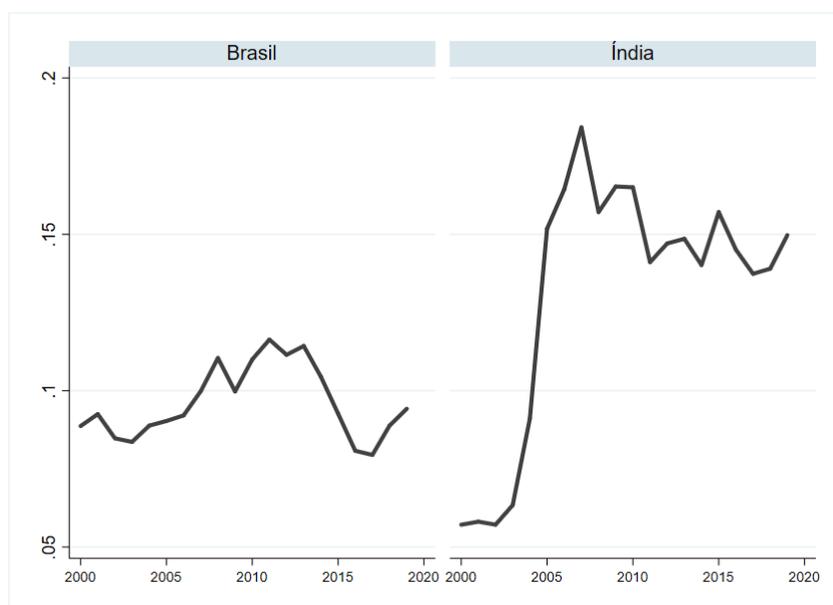
Ademais, a análise do supermultiplicador (α) fornece insights sobre questões exógenas ao modelo, como distribuição de renda, e endógenas, como o comportamento do investimento privado. A evolução apresentada no Gráfico 7 indica que o Brasil apresenta uma tendência de queda de α , ainda que de magnitude pequena. Para a Índia, observa-se uma redução do supermultiplicador até meados de 2011, quando a trajetória se inverte. Por outro lado, o comportamento de α parece ser cíclico na China, ainda que com uma tendência de crescimento a partir de 2006. Finalmente, a África do Sul apresenta estabilidade no tamanho do supermultiplicador.



Gráfico 7 – Supermultiplicador (α)

Em relação à tendência de queda do supermultiplicador (α) no Brasil e na Índia, potenciais causas são o aumento da desigualdade, que afeta negativamente a propensão a consumir; o efeito da globalização, que poderia estar afetando positivamente a propensão a importar, e uma menor taxa de crescimento de Z , afetando negativamente a propensão a investir. No modelo formal, uma taxa de crescimento menor de Z leva a um (Z/Y) maior (e vice-versa) por meio de uma redução ainda maior da participação do investimento (h) através do efeito acelerador. A ideia do acelerador postula que o crescimento mais rápido de Z leva a um crescimento ainda mais rápido - por um tempo - no investimento induzido, com o resultado de que a propensão a investir eventualmente é maior e Z/Y é menor. Contudo, uma vez que o presente exercício é descritivo, não se espera que os resultados sejam inteiramente explicados pelas interpretações mecânicas do modelo. A evolução da propensão a investir (h) para Brasil e Índia, conforme mostra o Gráfico 8, sugere que este é o caso.



Gráfico 8 – Investimento privado (propensão a investir h)

A evolução mostra um crescimento da participação do investimento privado no PIB até 2013 no Brasil, que passa a cair a partir de então. No que diz respeito à Índia, o crescimento é acentuado até meados de 2007, passando a cair a partir de então. No caso da China, o forte crescimento da propensão a consumir sugere que trajetória do supermultiplicador (α) possa ser explicada por fatores distributivos. Finalmente, a economia sul-africana apresentou uma redução da contribuição da demanda autônoma para o crescimento, notadamente exportações e gastos do governo, ao mesmo tempo que reduziu a propensão a importar. A combinação desses fatores está de acordo com as trajetórias estáveis do supermultiplicador e da parcela da demanda autônoma no produto, ainda que com um crescimento econômico reduzido no período que sucede a grande crise financeira de 2008.

Em **suma**, no caso chinês, a manutenção da contribuição elevada dos gastos do governo e dos investimentos residenciais sustentou a demanda autônoma, que combinada com crescimento da propensão a consumir, compensaram a queda expressiva das exportações no segundo período. A Índia, por sua vez, apresentou um crescimento expressivo da participação dos gastos do governo no crescimento, que associado com a redução das importações propiciaram uma taxa de crescimento econômico no segundo período ainda maior que aquela observada antes da crise de 2008-9. Finalmente, Brasil e África do Sul aprofundaram a contração da demanda agregada ao implementar austeridade fiscal em um momento de desaceleração da economia mundial e queda das exportações. O resultado pode ser observado na queda



da propensão a investir por parte dos agentes privados e no fraco crescimento econômico observado no período.

Considerações finais

A partir do cálculo da decomposição do crescimento e da observação das propensões que compõe o supermultiplicador, o presente artigo investigou a performance da economia dos países dos BRICS nos períodos anterior e posterior à crise econômica global de 2008-9. A análise dos resultados sugere que o gasto privado financiado por dívida (investimento residencial) e, principalmente, os investimentos públicos sustentaram a demanda autônoma e, conseqüentemente, o crescimento econômico nestes países. Ademais, os resultados reforçam o papel desempenhado pela política fiscal na estratégia de crescimento dos países, debate ainda incipiente na literatura que aborda os modelos de crescimento no âmbito da economia política comparada. Portanto, a interpretação sugere a emergência de uma categoria analítica diferente de modelo de crescimento, a saber, o modelo de crescimento liderado pelo Estado, com papel central da política fiscal para a promoção de investimentos públicos.

Referências Bibliográficas

- Akçay, Ü., Hein, E., and Jungmann, B. (2022). Financialisation and macroeconomic regimes in emerging capitalist countries before and after the great recession. *International Journal of Political Economy*, 51(2):77–100.
- Baccaro, L. and Hadziabdic, S. (2022). Operationalizing growth models. Discussion Paper 22/6. Max Planck Institute, Cologne.
- Baccaro, L. and Pontusson, J. (2016). Rethinking comparative political economy: the growth model perspective. *Politics & society*, 44(2):175–207.
- Campana, J. M., Emboava Vaz, J., Hein, E., & Jungmann, B. (2022). Demand and growth regimes of the BRICs countries (No. 197/2022). IPE Working Paper, Berlin.
- Dühaupt, P. and Hein, E. (2019). Financialization, distribution, and macroeconomic regimes before and after the crisis: a Post-Keynesian view on Denmark, Estonia, and Latvia. *Journal of Baltic studies*, 50(4):435–465.
- Freitas, F. N. and Dweck, E. (2013). The pattern of economic growth of the Brazilian economy 1970–2005: a demand-led growth perspective. In Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume Two, pages 158–191. Springer.
- Gupta, A. S. (2008). Sustaining growth in a period of global downturn: the case of India. *The Financial and Economic Crisis*.



Hall, P. A. and Soskice, D. (2001). *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford University Press.

Hein, E., Meloni, W. P., and Tridico, P. (2021). Welfare models and demand-led growth regimes before and after the financial and economic crisis. *Review of International Political Economy*, 28(5):1196–1223.

Labat, H. and Summa, R. (2022). A supermultiplier demand-led growth accounting analysis applied to the Spanish economy (1998-2019). In IPE online Workshop 'Frontiers in Growth Regimes Research: Theoretical Perspectives and Country Cases, pages 6–7.

Morlin, G. S., Passos, N., and Pariboni, R. (2022). Growth theory and the growth model perspective: Insights from the supermultiplier. *Review of Political Economy*, pages 1–26.

Nassif, A., Feijo, C., Araujo, E. (2016): The BRICS's economic growth performance before and after the international financial crisis, in: *International Journal of Political Economy*, 45(4), 94–314.

Passos, N. and Morlin, G. S. (2022). Growth models and comparative political economy in Latin America. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (33).

Serrano, F. (1995). Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier. *Contributions to Political Economy*, 14(1):67–90.

Serrano, F., & Summa, R. (2015). Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. *Nova Economia*, 25, 803-833.

Stockhammer, E. (2022). Post-Keynesian macroeconomic foundations for comparative political economy. *Politics & Society*, 50(1):156–187.

Stockhammer, E. and Kohler, K. (2022). Learning from distant cousins? Post-Keynesian economics, comparative political economy, and the growth models approach. *Review of Keynesian Economics*, 10(2):184–203.

Yongding, Y. (2010). The Impact of the Global Financial Crisis on the Chinese economy and China's policy responses. *TWN Global Economy Series*, (25).



Modelo de avaliação de Fundos Soberanos: Uma ferramenta para Fundos Regionais a partir da experiência do Estado do Rio de Janeiro

Eduardo Bassin

Economista, Mestre em Economia pelo PPGER/UFRRJ

72

Tomando o ano de 1960 como linha de corte, o Estado do Rio de Janeiro atravessa desde então um quadro de dependência e vulnerabilidade. Com a mudança da capital para Brasília houve migração dos gastos públicos em função da administração do país ter sido deslocada do Rio de Janeiro para o Planalto Central, representando um revés para a economia. O esvaziamento econômico que se seguiu e a crise dos anos 1980 deixaram o estado em uma situação fiscal delicada. A década de 1990 representou uma inflexão positiva com o afluxo de recursos da atividade petrolífera (*royalties* e participações especiais), o que configurou preocupante vulnerabilidade em relação àqueles recursos.

Com o objetivo de diversificar a base produtiva fluminense e construir um futuro para além do petróleo, o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro (FSERJ) foi criado em março de 2022.

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido tendo o FSERJ como seu objeto de estudo e no decorrer de sua concepção foi constatado que a ferramenta poderia ser utilizada para avaliar os demais fundos soberanos regionais em operação no Brasil.

Esta nota técnica aborda a relevância da avaliação dos fundos soberanos regionais e as razões que culminaram com o desenvolvimento de uma nova ferramenta. Em seguida o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos é apresentado e as considerações finais são expostas na sequência. Cabe observar que os resultados da avaliação do FSERJ estão além dos objetivos do presente trabalho.

A relevância da avaliação dos Fundos Soberanos

Embora fundos soberanos não sejam exatamente uma novidade na indústria de instrumentos de investimento, sua existência é cercada de controvérsias e desconfianças. Algumas são bem fundamentadas, outras nem tanto.



Desde 1816, com o surgimento do *Caisse des Dépôts et Consignations* (CDC), tido pela literatura como o fundo soberano mais antigo do mundo, até o florescimento recente de novos fundos em função, na sua maioria, do crescente superávit comercial por parte de países exportadores de *commodities*, com destaque para os produtores de petróleo, parece ter havido tempo mais que suficiente para que o debate fosse amadurecido. Ocorre que há fundos que ainda mantêm uma estrutura opaca no que tange a quatro pontos fundamentais que impactam tanto a percepção da opinião pública quanto os resultados dos fundos soberanos: estrutura institucional, gestão de risco, transparência e prestação de contas.

Além do citado há dois pontos que embora não sejam tratados neste texto, são dignos de reflexão e podem impactar na percepção do papel dos fundos soberanos perante o mercado. O primeiro está ligado ao entendimento de que os fundos soberanos tomariam um espaço que seria de atuação exclusiva do livre mercado. Além disso, há a interpretação de que esses veículos de investimento lançariam mão de estratégias políticas, em detrimento das econômicas, para adquirir participação em ativos estratégicos nos países receptores. Para Behrendt (2010, p.1) “os críticos mais contundentes argumentam que os fundos soberanos representam uma ameaça à segurança nacional e aos interesses da competitividade econômica dos países em cujos ativos investiram.”

Exercer algum tipo de influência sobre um fundo soberano pode ser visto como uma considerável oportunidade de alavancar negócios privados tendo em vista a grande quantidade de atores que estão relacionados de alguma forma com esses fundos, e exercer influência sobre esses atores, pode significar, em última instância, apropriação de uma parcela maior de poder. Como demonstrado por Bassin (2023), o número de agentes internos e externos que são impactados por um fundo soberano é grande. Aliado a isso, é necessário considerar o tamanho do mercado mundial desses fundos. Em fevereiro de 2023, segundo o *Sovereign Wealth Fund Institute* (SWFI), o patrimônio dos 100 maiores fundos soberanos era de US\$ 10,431 trilhões. No Brasil, que conta com seis fundos soberanos regionais em operação, o somatório do patrimônio é de aproximadamente R\$ 5,739 bilhões.

O que está em questão é o exercício de poder que pode ser utilizado tanto para promover desenvolvimento social e econômico quanto para incrementar negócios de agentes que eventualmente capturem o fundo. Seja pela ideia de que recursos públicos são necessariamente mal geridos, seja por má fé, o fato é que fundos soberanos são objeto de críticas contundentes, o que pode ser minimizado por meio de criteriosa e constante avaliação.



Quando algum tipo de avaliação está em via de ser implementada, pode haver conotação implícita de punição para eventuais casos em que o resultado da avaliação não esteja de acordo com patamares mínimos previamente estabelecidos. A avaliação dos fundos soberanos regionais tem como objetivo promover a disseminação das melhores práticas e conseqüentemente estimular essa nascente indústria, assim como é feito em nível global.

A avaliação precisa ir além da aferição dos resultados financeiros. Muitos fundos soberanos adotam um parâmetro de referência de performance e monitoram seus resultados para constatar se o fundo está “performando” bem, ou seja, se consegue superar a referência. Ainda que cabível em casos específicos, este não parece ser o caminho mais adequado para a promoção de desenvolvimento para o ente detentor do fundo (país, estado ou município), que em última instância representa a sociedade. Para Bassin (2023, p.64), “avaliar um fundo soberano de riqueza apenas sob a ótica do retorno financeiro utilizando um parâmetro como referência, ainda que importante, pode ocultar problemas que comprometem de forma decisiva a operação e longevidade do fundo.”

A ausência de avaliação dos fundos soberanos regionais traz uma série de implicações que podem comprometer de forma decisiva seu desempenho e longevidade, como risco de imagem, realização de investimentos fora de propósito, aparelhamento ideológico, insegurança para os gestores e outras. Aumentar o nível de governança e transparência dos fundos soberanos regionais auxilia na consolidação dos fundos existentes e estimula a criação de novos.

Por que criar um novo instrumento de avaliação?

A revisão bibliográfica realizada na elaboração de “Fundo Soberano de Riqueza: uma avaliação do modelo fluminense” (Bassin, 2023) permitiu a análise dos mais relevantes modelos e instrumentos de avaliação de fundos soberanos utilizados em escala global com destaque para: Princípios de Santiago (lançado em 2007), *Scoreboard do Truman* (lançado em 2007), LMTI - *Linaburg-Maduell Transparency Index* (lançado em 2008), SCI - *Santiago Compliance Index* (lançado em 2010), *OPSWF Investment Framework* (lançado em 2018) e *GSR Scoreboard* (lançado em 2020). Após a conclusão da dissertação, conheci a Carta de Princípios Brasileiros do Fórum dos Fundos Soberanos Brasileiros, lançada no final de 2022.

A análise dos instrumentos permitiu a constatação de que, embora todas as iniciativas apresentassem relevância e embasamento técnico inquestionáveis que as tornam aptas a serem utilizadas para medir/avaliar fundos soberanos, não havia uma



ferramenta específica que poderia ser utilizada de forma satisfatória para a avaliação do Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, que era a ideia inicial.

O *One Planet Index*, os Princípios de Santiago e a Carta de Princípios Brasileiros não contemplam itens de verificação em sua estrutura, sendo ferramentas de cunho mais orientativo. O *Santiago Compliance Index* foi criado para avaliar as razões que poderiam explicar o grau de desigualdade na implementação dos Princípios de Santiago, ou seja, não há sentido em utilizá-lo para avaliar os fundos soberanos regionais brasileiros. Ainda que o *Scoreboard do Truman*, o *GSR Scoreboard* e o LMTI sejam ferramentas de avaliação de fundos soberanos, elas estão voltadas para a avaliação de fundos soberanos globais, o que as torna inadequadas para o propósito de avaliar fundos soberanos regionais. Para Bassin (2023, p.84) “algumas variáveis não podem ser aplicadas por terem sido pensadas para fundos globais, como aspectos ligados às políticas monetária e fiscal. Outras variáveis não foram incluídas, como impacto na economia local, por exemplo”.

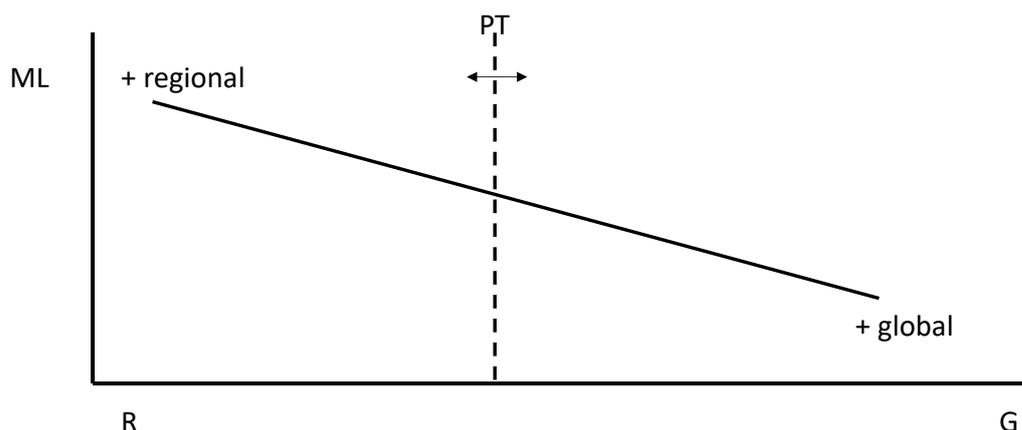
Diante da inadequação das ferramentas disponíveis para avaliar um fundo regional, iniciou-se o desenvolvimento do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos , que, como exposto, tinha o propósito primeiro de servir de instrumento para avaliar apenas o FSERJ, mas que se mostrou adequado para avaliar os demais fundos soberanos regionais em operação no Brasil.

Conforme exposto em Bassin (2023), é importante destacar que fundos soberanos regionais apresentam um horizonte de monitoramento local maior, conforme figura 1. O eixo y mostra o ML (Monitoramento Local) e o eixo x mostra o posicionamento do fundo soberano no tempo. Quanto mais à esquerda do gráfico, maior é o caráter regional do fundo (R) e quanto mais à direita, maior o caráter global (G). A linha negativamente inclinada mostra que fundos soberanos mais regionais tendem a ter maior monitoramento local. O oposto é verdadeiro, ou seja, fundos soberanos com maior inserção global tendem a necessitar menos de monitoramento local tendo em vista seu elevado grau de participação em investimentos, empreendimentos, participações societárias, mercado financeiro global e outros instrumentos de investimento transnacionais. A elevada participação em iniciativas globais implica maior monitoramento global por parte dos participantes (*players*) globais. Parte da comprovação dessa afirmação encontra-se no fato dos fundos soberanos globais aderirem voluntariamente a iniciativas globais, como é o caso dos Princípios de Santiago, e de fazerem parte de grupos de trabalho voltados para a indústria de fundos soberanos, como SWFI (*Sovereign Wealth Fund Institute*), IFSWF (*International Forum of Sovereign Wealth Funds*), *One Planet SWF* e o *Global SWF*.



Em algum momento da existência do fundo soberano, pode haver a transição entre o caráter regional e o global, o que é retratado no gráfico por PT (Ponto de Transição). A seta com ponta em ambas as extremidades indica que PT pode se mover para a direita ou para a esquerda em função de cada fundo ter um Ponto de Transição diferente do outro.

Figura 1 - Horizonte de Monitoramento Local



Fonte: Bassin (2023)

Para ser bem sucedido, um instrumento para avaliação de fundos soberanos regionais precisa considerar as características locais ao mesmo tempo que mantém os mercados globais em seu horizonte, seja como fonte de inspiração, fonte de boas práticas ou pelo propósito em se tornar global.

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido ao longo do ano de 2022 e tinha como pretensão inicial avaliar o Fundo Soberano do Estado do Rio de Janeiro, e que logo se mostrou adequado para avaliar os demais fundos em operação no Brasil.

A ferramenta é composta por vinte questões que receberam o nome de “Itens de Verificação”, ou Iv’s, conforme exposto no quadro 1. As respostas para cada um dos itens de verificação precisam ser necessariamente fechadas, ou seja, “sim” ou “não”. A cada resposta do tipo “sim”, um (1) ponto é adicionado no cômputo geral. As respostas do tipo “não”, não pontuam e o número (0) zero é atribuído ao respectivo item de verificação. O somatório é identificado ao final da checagem dos 20 iv’s, podendo variar entre 0 (zero), quando o FS não pontuar, e 20 (vinte), quando todos os 20 iv’s tiverem respostas do tipo “sim”.



Por uma questão metodológica e para assegurar que haja equidade entre os fundos soberanos foi definido que não serão atribuídos pontos decimais em nenhum item de verificação, ainda que uma determinada ação esteja em avançado estágio de implementação.

Quadro 1 – Itens de Verificação

lv1	O fundo dispõe de procedimento para alterar sua estrutura?
lv2	Há código de ética/conduita aplicável a todos os participantes?
lv3	Prática política de conflito de interesses?
lv4	Está claro que nenhum gestor/conselheiro tem filiação política?
lv5	Há participação da sociedade civil nas atividades do fundo?
lv6	O propósito do fundo é amplamente divulgado para a sociedade, ainda que apenas através do site próprio do fundo?
lv7	Os gestores têm experiência para ocupar a função?
lv8	Há regras claras sobre investimentos, participações, retiradas (saques) e despesas operacionais?
lv9	Há quadro de governança que estabeleça de forma clara os papéis e responsabilidades de cada membro?
lv10	Há quadro de responsabilização pelas operações do fundo?
lv11	As metas do fundo estão claramente definidas e divulgadas?
lv12	O fundo contempla investimentos estruturantes?
lv13	Os investimentos estruturantes são amparados em estudos que comprovem impacto positivo na economia regional?
lv14	A gestão de riscos é conduzida por profissional com comprovada formação técnica e experiência compatíveis com a função?
lv15	O fundo soberano dispõe de profissional especialista em análises econômicas?
lv16	Os investimentos consideram os impactos ambientais?
lv17	O fundo soberano tem site próprio com informes, notícias e informações financeiras atualizadas e de fácil acesso?
lv18	As demonstrações financeiras são elaboradas de forma clara e em conformidade com as normas contábeis vigentes?
lv19	O fundo é auditado anual e trimestralmente?
lv20	Está prevista a atuação de auditorias externas privadas em sistema de rodízio?

Fonte: Bassin (2023)

Como forma de encorajar os fundos soberanos a despenderem igual atenção a todas as variáveis que o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos apresenta, os 20 itens de verificação têm o mesmo peso. Do contrário haveria o risco de um fundo focar sua atenção em itens de verificação cuja pontuação fosse mais significativa e relegar os itens de verificação cujo alcance poderia conferir pontuação mais baixa.

Cabe notar que em função do Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos ter sido desenvolvido para ser utilizado exclusivamente por fundos soberanos regionais, os itens de verificação não contemplam pontos como política monetária e fiscal, reservas internacionais, investimentos estrangeiros, estratégias globais de investimento e questões cambiais, que são variáveis monitoradas pelos fundos soberanos globais.

O quadro 2 apresenta o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos de forma detalhada. Na primeira linha consta os rótulos dos 20 itens de verificação, designados como 'iv1', 'iv2', ..., 'iv20'. Os pequenos quadros abaixo de cada 'iv', são os receptáculos onde os pontos são inseridos (0/1). No retângulo inferior esquerdo é computado o



somatório dos pontos dos 'iv'. No retângulo inferior direito é computado o percentual de pontos obtidos.

Quadro 2 - Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos

MAFS - Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos																				
iv.1	iv.2	iv.3	iv.4	iv.5	iv.6	iv.7	iv.8	iv.9	iv.10	iv.11	iv.12	iv.13	iv.14	iv.15	iv.16	iv.17	iv.18	iv.19	iv.20	
0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	0/1	
Pontos: entre 0 (mínimo) e 20 (máximo)										$\% \text{ Pontos} = n^{\circ} \text{ de pontos} / 20$										

Fonte: Bassin (2023)

No processo de aferição dos itens de verificação é necessário que a resposta esteja clara, não cabendo interpretações por parte do avaliador, o que daria espaço para vieses.

O Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos é um instrumento dinâmico que visa a avaliar veículos de investimentos inseridos em um mercado dinâmico e em constante transformação, o que redundaria na necessidade de sua constante avaliação com o objetivo de mantê-lo atualizado às alterações políticas, econômicas, sociais e jurídicas.

Considerações finais

A proposta deste texto é mostrar a relevância da avaliação de fundos soberanos partindo do fato de que esses instrumentos de investimentos são alvo de críticas contundentes embasadas em má fé (muitas vezes alimentada por vieses ideológicos) ou no argumento de que os recursos públicos são necessariamente mal geridos.

Por questões exploradas no texto e que não cabem ser repetidas, o Modelo de Avaliação de Fundos Soberanos foi desenvolvido com o objetivo de permitir que os fundos soberanos regionais sejam avaliados segundo preceitos técnicos, o que pelo menos em tese, atenuará as críticas infundadas e contribuirá para o debate.

É importante que o resultado inicial da avaliação dos fundos soberanos não gere frustração aos gestores nem aos seus proprietários (a sociedade). É razoável e até esperado que os resultados das primeiras avaliações não sejam muito bons. Isso pode ser atribuído ao fato de que alguns fundos não estão preparados para serem avaliados e podem, ainda que involuntariamente, incorrer em deslizamentos que comprometam sua pontuação. Deve-se ter em mente que a avaliação não tem como objetivo macular a imagem nem dos fundos nem de seus gestores. O que se espera é que uma avaliação



constante e sem vieses promova troca de informações e de boas práticas, o que contribuirá para a solidificação dos fundos soberanos regionais no Brasil.

Referências Bibliográficas

BASSIN, E.; PRATES, T. M.; MONTIBELER, E. E.. Fundo soberano de riqueza do Estado do Rio de Janeiro como instrumento para alavancar o desenvolvimento econômico. **Revista Economia Política do Desenvolvimento**, v. 13, p. 1-19, 2022.

BASSIN, E. **Fundo Soberano de Riqueza: uma avaliação do modelo fluminense**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Ciências Sociais Aplicadas, UFRRJ. Rio de Janeiro, p.113. 2023.

BEHRENDT, S. 2010. Sovereign Wealth Funds and the Santiago Principles: Where Do They Stand? **Carnegie Papers 22** (May). Washington: Carnegie Endowment for International Peace. Disponível em www.carnegieendowment.org. Acesso em 12 de julho de 2022.

SWFI - Sovereign Wealth Fund Institute <https://www.swfinstitute.org/> Acesso em 12 de março de 2023.



Seção Finde Artigos

Uma reflexão pós-crise financeira de 2008 da política prudencial brasileira

Míriam Oliveira

Professora do Instituto Multidisciplinar da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro - DPCE/IM/UFRRJ

80

O desenvolvimento dos mercados financeiros permitiu uma maior qualidade e quantidade da intermediação financeira, gerando recursos para satisfação dos desejos dos indivíduos e, principalmente, canalização de recursos para investimento, inovação, desenvolvimento das firmas e do crescimento do produto e renda. O setor financeiro cumpre um papel de destaque de financiamento do crédito nos seus diferentes tipos de mercado - capitais, crédito, títulos de dívida - para o curto-prazo e longo-prazo. Por outro lado, economias capitalistas modernas com setor financeiro sofisticado, têm uma característica endógena danosa para o próprio sistema econômico: a possibilidade de fragilidade dos balanços de uma grande parte dos agentes, levando a períodos de instabilidade econômica e crises financeiras.

A necessidade de regulação financeira foi construída ao longo da história nos países com a atuação dos governos, buscando mitigar os efeitos disruptivos causados por crises financeiras. A busca de estabilidade financeira levou a criação de entidades institucionais como banco centrais no século XX, a construção de diversos instrumentos e políticas como seguro depósito, depósitos compulsórios, empréstimos com políticas de taxas de juros mais altas para as instituições financeiras, entre outros.

A crise financeira internacional de 2008 foi um evento dramático para os mercados financeiros de muitos países com impacto amplo e profundo sobre várias instituições financeiras e a economia real. O pós-crise foi marcado pelo intenso debate na literatura econômica e nos *policymakers* sobre como mitigar os efeitos danosos sobre o sistema. De maneira análoga, atuaram na investigação e nas maneiras de se evitar as crises financeiras com foco na monitoração dos riscos sistêmicos, dada a característica de 2008 ter sido global e conectada entre as instituições financeiras com vários canais de contágio.

Ressurge, então, uma política prudencial sob a ótica macroeconômica e com objetivo amplo relacionado com a estabilidade financeira de todo o sistema e com a finalidade de deixar o sistema robusto contra choques internos e externos. Para isso, foram



classificadas algumas ferramentas de política e monitoração dos riscos no tempo, não só no sistema bancário, mas também nas instituições financeiras não bancárias e nas infraestruturas do sistema financeiro.

Esse artigo se propõe a discorrer de forma não exaustiva sobre o debate da política macroprudencial do pós-crise de 2008, definindo os objetivos e os instrumentos mais utilizados e recomendados pelos organismos internacionais como Banco de Compensações Internacionais (BIS). Ademais, apresentar as medidas prudenciais brasileiras adotadas em conjunto dos principais reguladores no Brasil sobre seu sistema bancário e não bancário e, ainda, destacar a atuação dos reguladores durante o choque de liquidez da Pandemia Covid-19 em 2020.

O artigo será dividido em três seções, além dessa introdução. Inicialmente um breve resumo sobre crises financeiras. Em seguida, a definição da política macroprudencial, objeto deste estudo, principalmente sobre o sistema bancário com comentários sobre o sistema não bancário. Na seção três, o desenho institucional prudencial brasileiro será apresentado em conjunto com as medidas prudenciais contra o efeitos da pandemia Covid-19. Por fim, as conclusões.

Crises financeiras

As crises financeiras são largas disfunções nos mercados financeiros podendo chegar na economia real, levando à uma crise econômica, recessões ou até mesmo depressões. Crises financeiras podem ser caracterizadas por desequilíbrios agudos no mercado de crédito, de ativos, bancário e até mesmo no mercado de câmbio causando colapsos nestes mesmos mercados. Uma crise não é similar a outra, devido à forte processo de inovação financeiras nestes mercados.

Um dos manuais mais utilizados para aulas sobre mercados financeiros no mundo, Mishkin (2022), foca na explicação da causas das crises por fricções financeiras, isto é, falhas de mercado caracterizadas, principalmente, pela piora nas informações assimétricas (risco moral e seleção adversa) levando o mercado financeiro ser menos capaz de canalizar fundos entre devedores e poupadores, agindo como uma barreira na alocação eficiente de capital. Segundo o autor, a dinâmica da crise em países avançados tem três fases.

A **primeira** ocorre uma bolha no mercado de crédito e/ou ativos e seu subsequente estouro, gerando aumento da incerteza. Nesta fase, as inovações financeiras em conjunto com liberalização financeira são combustíveis para desequilíbrios no mercado



de ativos e/ou crédito, em que algum momento o *default* dos empréstimos ou a queda dos preços dos ativos, causam a piora dos balanços das instituições financeiras (valor do ativo cai em relação as suas obrigações, reduzindo capital). A desalavancagem dos balanços impulsiona o congelamento do crédito. Ainda nessa fase, se a crise também for acompanhada por queda do preços dos ativos financeiros, os preços se realinham aos fundamentos econômicos, aos valores realísticos baseados nas expectativas de renda futura dos ativos, levando a cair o patrimônio líquido das firmas e o valor dos colaterais. Importante destaque ressaltado pelo autor, que liberalização financeira, eliminação das restrições nos mercados e instituições financeiras, gera fatores positivos para o longo prazo porque promove o desenvolvimento financeiro e aloca capital eficientemente, mas no curto prazo, as instituições trespasam o monitoramento do crédito e tomam posições mais arriscadas.¹

A fase **dois** é relacionada com os problemas de solvências das instituições financeiras com patrimônio líquido negativo, podendo levar a um pânico bancário por problemas de contágio, corridas bancárias, *fire sales*². Essas crises bancárias retroalimentam a crise financeira. Por fim, a fase **três** é caracterizada pela deflação de dívida em que o rápido, não antecipado e substancial declínio dos preços leva a deterioração do patrimônio das firmas aumentando o peso da dívidas. A explicação dessa ótica dos desenvolvimentos das crises é que em todas essas fases ocorre a piora problemas de risco moral e seleção adversa nos contratos e dos agentes, e além disso, como consequência o declínio da atividade econômica.

Para países em desenvolvimento, a primeira fase é a mesma dos países avançados, porém o autor indica outra trajetória inicial capaz de causar uma crise: desequilíbrios fiscais severos, por formas inapropriadas de financiar os gastos do governo, citando o caso da Argentina em 2001. Isto pode causar deterioração dos balanços das instituições financeiras detentoras desses papéis. A fase dois independente de qualquer umas das duas trajetórias é caracterizada por uma crise de câmbio, agravada por ataques especulativos por alguns participantes do mercado apostando na depreciação da moeda. Com isso, leva a necessidade de a autoridade monetária elevar a aumentar a taxa de juros para tentar manter a taxa de câmbio mais estável pela atração de capitais

¹ Esse ponto é controverso na literatura econômica. Existe uma extensa linha de acadêmicos que não fazem essa distinção entre curto prazo e longo prazo e apontam os efeitos danosos da liberalização financeira, principalmente para os países emergentes, devido a chamada "Financeirização", entendido como uma transformação sistêmica das economias dando um peso crescente a acumulação de ativos financeiros em detrimento do capital produtivo (CORRÊA; LEMOS; FEIJO, 2017; LAVINAS; ARAÚJO; BRUNO, 2017)

² Venda de ativos intensa e abrupta em curto período de tempo por um valor pesadamente descontado



estrangeiros. A fase três ocorre a crise financeira total que destaca os descasamentos de moeda dos contratos, aumentando a dívida estrangeira dos residentes e o peso da dívida, por causa da desvalorização da moeda. Neste caso surge as chamadas "crises gêmeas": crise de câmbio e financeira. O colapso do câmbio pode levar inflação alta por causa dos preços dos bens importados. (MISHKIN, 2022)

Por outro lado, desde a década de oitenta, Minsky já apontava a fragilidade dos balanços dos agentes nas economias capitalistas que apresentam períodos de estabilidade e de comportamento turbulento. A instabilidade financeira é uma característica inerente de economias sofisticadas, complexas e com alto grau de inovação no mercados financeiros, e é um fenômeno endógeno do sistema, assim como a períodos de estabilidade. Minsky construiu uma visão de balanços dos agentes e a chamada hipótese de instabilidade financeira usando a teoria de escolha de ativos de Keynes e adicionando a ótica de escolha de passivos: quais tipos de meios de pagamento ou obrigações as unidades financeiras vão se financiar. Por isso, o destaque aqui é em qual será a combinação dessas duas decisões (ativos e passivo), porque isso vai definir o grau de vulnerabilidade das unidades financeiras a mudanças adversas do ambiente. Os fluxos de moedas dos recebimentos têm que ser maiores ou iguais os fluxos de moedas de pagamentos. Minsky chama isso de restrição de sobrevivência, pois os agentes da economia a todo momento têm que fazer frente suas obrigações, normalmente com um ativo mais líquido, a moeda. (FILHO; MARTINS, 2020) A questão da restrição de sobrevivência pode ser exemplificada com um agente que possui um portfólio com diversos ativos, mas se ele depara com a situação da necessidade de cumprir uma obrigação em um dado período de tempo, ele pode ser tornar insolvente rapidamente, por não conseguir refinanciamento ou vender seus ativos por um ativo líquido. Um problema de liquidez se transforma em um problema de insolvência de forma repentina (MINSKY, 1994).

A lógica desse raciocínio é representada por três unidades econômicas: *Hedge*, *Especulativo* e *Ponzi*. O *Hedge* tem margens de segurança em relação os fluxos de recebimento e pagamentos, enquanto o *especulativo* está em algum período do tempo, sem margem. Por fim, no *Ponzi*, seus fluxos de pagamentos estão maiores que os de recebimento ao longo do tempo, fazendo que sempre refinance suas dívidas.

Os agentes *Especulativos* e *Ponzi* são muito sensíveis a mudanças no mercado financeiro, com isso a instabilidade macroeconômica ocorre quando o número de unidades *Ponzi* e *especulativa* aumenta comparativamente a unidades *Hedge*. Os agentes experimentam novas estruturas de ativos e passivo, especulando dentro de um processo evolucionário financeiro, até entrar em outro regime e gerar um



comportamento caótico e turbulento. Sempre considerando que as crises têm um padrão cíclico, mas uma nunca perfeitamente igual a outra. Minsky salienta que uma combinação de instituições, práticas e políticas podem atenuar esse regime caótico e criar condições para um novo regime de estabilidade. A intervenção destas instituições representado na figura do *big government*, que estabiliza a produção, emprego e lucros por meio da política fiscal, e do *big bank*, uma autoridade monetária e financeira que suaviza o caráter instável dos mercados financeiros das economias capitalistas modernas.

De uma certa forma, todos os autores destacam as disfunções financeiras ocorridas momentos antes do estouro da crise, explicado por motivos diferentes seja psicologia, falhas de mercado, entre outras, na qual os agentes ou instituições se empolgam no mercado financeiro e tomam posições mais arriscadas. Uma "exuberância irracional" como definido por Keynes, que devem ser atenuadas pelas instituições reguladoras. A história é marcada por inúmeras crises que acompanharam o desenvolvimento dos mercados financeiros, desde a primeira globalização econômica como a graves crise global de 1873 ou por sucessivos pânicos de 1882, 1890, 1893, 1907 e 1914, 1929, passando pela globalização contemporânea com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento, até a globalização financeira com as crises da década de 1990 até a crise financeira internacional de 2008 (MARICHAL, 2016).

A regulação, hoje, extrapola a atuação de limpeza de bolhas especulativas, de processos incoerentes ou de suavizar os efeitos das crises. A busca é por indicadores, políticas e práticas que evitam o crescimento das fragilidades dos agentes e instituições financeiras. O monitoramento é anterior ao acontecimento, a fim de mitigar os desequilíbrios financeiros.

Política macroprudencial: lições da crise

A crise financeira internacional de 2008 foi um acontecimento global que impôs uma mudança radical de comportamento dos reguladores financeiros. A filosofia econômica anterior era que a regulação sobre as instituições individuais e a correção das imperfeições pelo próprio mercado era eficiente para conter as instabilidade do sistema financeiro. Os elevados custos das frequentes crises financeiras, a crescente percepção da elevação do risco por causa da conexão entre as instituições financeiras e as consequências sobre a economia real gerou uma série de iniciativas dos bancos centrais, organismos internacionais para mapear os riscos e gerar soluções efetivas para esses problemas. A regulação e supervisão financeira em escala global mudou de



paradigma para além das instituições individuais, buscando reduzir o risco sistêmico com foco macroeconômico, com um "novo" nome de "política macroprudencial"³.

A regulação macroprudencial diverge da microprudencial pela natureza dos riscos enfrentados e nos objetivos finais de política (GALATI; MOESSNER, 2018). A perspectiva micro monitora a solvência e saúde financeira das instituições financeiras individuais. Ou seja, uma regulação de conduta para firmas individuais voltada à eficiência do mercado e boas práticas bancárias e financeiras relacionadas a transparência e *suitability*⁴ das suas operações, coibindo atividades como manipulação de mercado.

Por outro lado, a perspectiva macroprudencial está associado à estabilidade do sistema financeiro como um todo, resiliência do sistema e contribuição sustentável do sistema financeiro para o crescimento econômico. O objetivo final da política dos reguladores é a estabilidade do sistema financeiro e a mitigação do risco sistêmico. O foco está na prociclicidade do sistema e na interconexão entre as instituições, por isso a ênfase na natureza endógena do risco sistêmico (GALATI; MOESSNER, 2018; PORTUGUÊS, 2017).

Apesar de ser impreciso para reguladores e acadêmicos, porque é difícil de identificar quais os tipos de riscos enfrentados pelas instituições de forma conjunta, a definição de risco sistêmico está associada com a probabilidade de um choque externo ou interno contagiar todo sistema financeiro (PORTUGUÊS, 2017). O IMF-FSB-BIS (2009) define como uma disfunção dos serviços financeiros por uma parte ou por um todo do sistema financeiro, podendo ou não alcançar a economia real. Em outras palavras, um risco de perturbação da estabilidade do sistema financeiro, devido ao um choque sobre uma ou mais instituições financeiras. A literatura econômica pós-crise de 2008 dividiu o risco sistêmico em dois tipos. A dimensão transversal (*cross-sectional* em que o risco tem uma origem em um dado período de tempo e se alastra pelo sistema financeiro por causa da interligação das instituições e os seus canais de contágios. E a dimensão temporal que está ligada a pró-ciclicidade e evolução do risco ao longo do tempo, associados com ciclos de bolhas e estresses de crédito/ativos/alavancagem. As duas dimensões estão intrinsecamente ligadas.(GALATI; MOESSNER, 2018)

Assim como risco sistêmico, a estabilidade financeira não tem uma definição estrita comum. Schinasi (2004) tem um conceito amplo, focando na alocação eficiente de recursos e ausência de crises financeiras. A literatura relacionada ao tema,

³ O termo surgiu na década de 1970 para denotar supervisão sistêmica financeira e foi retomado no pós-crise de 2008 como uma política prudencial macroeconômica (PORTUGUÊS, 2017)

⁴ análise de adequação dos investimentos ao perfil do cliente



principalmente dos atuantes de política ou reguladores conceituam como capacidade de robustez e resiliência do sistema financeiro (PORTUGUÊS, 2017).

O modo operante da política macroprudencial inclui metas ou objetivos intermediários, pois é uma política pública que se propõe ter clareza no funcionamento e efetividade das ações. IMF-FSB-BIS (2016) aponta alguns objetivos intermediários como controlar vulnerabilidades que surgem de níveis inadequados de alavancagem e desequilíbrios no mercado de crédito, liquidez de mercado, preços dos ativos, exposições conjuntas e incentivos desajustados por parte das instituições de importância sistêmica (SIFIs). A política macroprudencial busca que o sistema funcione adequadamente mesmo em condições adversas.

Alguns Instrumentos foram estudados e selecionados para compor o conjunto de ações das políticas macroprudenciais, muitos das quais já foram utilizados em outros tipos de políticas no passado, como o recolhimento compulsório para política monetária. No caso da política macroprudencial, o foco importante é que sejam direcionados para reduzir o risco sistêmico Galati e Moessner (2018). Os critérios de seleção dependem de cada regulador de acordo com seu arcabouço estrutural de cada sistema financeiro, não tendo limitação numérica de quantos ou quais instrumentos serão utilizados. Normalmente dividem em três componentes: capital, ativos (*borrowed based*) e liquidez. Os amortecedores de capital de conservação (2,5%), contracíclico (0% e 2,5%) e de instituições sistemicamente importantes foram introduzidos pelo acordo de Basileia III⁵. Além disso, são utilizados limites no valor da concessão de empréstimos como Loan-toValue (LTV), limites na maturidade, limites do empréstimos dada a renda (Loan-to-income), concessão de empréstimos dependentes dos limites de dívidas dada a renda (debt-to-income) e/ou requisitos setoriais de capital das instituições financeiras. Outros instrumentos monitoram o balanços das instituições financeiras implementadas por Basileia III como indicador de liquidez de curto prazo (LCR)⁶, de

⁵ O acordo de Basileia III teve o objetivo de ampliar a resiliência do setor bancário com a mudança do arcabouço regulatório com a reformulação da estrutura de capital das IFs, introdução de índice de liquidez e alavancagem, nova categorização do capital em nível I (capital principal -ações ordinárias e lucros acumulados - e capital complementarações preferenciais, instrumentos híbridos de capital e dívida), mais rigor categorização de capital de nível II (patrimônio de referência é a soma do Nível I e II.). O capital nível I assegura o solvência da IF e o Nível II como capital contingente passível de conversão no caso de insolvência. Requerimentos de capital principal de 4,5% e Nível I de 6% (LEITE; REIS, 2013)

⁶ Estoque de ativos líquidos de alta qualidade sobre saídas líquidas de caixa previstas em um período de trinta dias. Indicador deve ser acima de 100%. Exemplos de ativos líquidos são moeda, reservas no banco central, títulos da dívida do tesouro



longo prazo (NSFR)⁷, testes de estresse ou práticas de governança corporativa e avaliação de ativos .

Galati e Moessner (2018) apontam outra taxonomia que justifica o uso dos instrumentos para o combate do risco sistêmico baseada no conceito de falhas de mercado geradas por externalidades. Podem ser divididas em três: comportamento manada das instituições financeiras (IFs) que criam riscos na fase do boom (complementaridades estratégicas), deterioração dos balanços das IFs e preços de ativos pelos *fire sales* e risco de contágio dada interconectividade das IFs devido a um choque no sistema.

As medidas de capital ganharam mais destaque para aumentar a capacidade de absorção de perdas dos bancos de forma macroeconômica, afetando os termos e volume do crédito, atenuando o ciclo financeiro. Elas têm objetivo diferente das medidas microeconômicas que buscam reduzir riscos específicos nos balanços dos bancos.

As diferenças de vulnerabilidades dentro do sistema financeiro de cada país refletem qual tipo de instrumento macroprudencial vai ser mais popular. Nos países avançados, o LTV é o mais utilizado e nos emergentes, são os limites nas posições da taxa de câmbio (dados de 2016). Em todos, os mais utilizados são os requerimentos de capital, requerimentos de liquidez e LTV. (ALAM et al., 2019)

Outra definição importante dessa literatura é de instituições financeiras sistemicamente importantes (SIFI) que seriam "grande demais para quebrar" (*to big to fail*), surgindo a necessidade de uma regulação extra para essas instituições. Nesta ótica, o BIS estabelece uma definição de Bancos Globais (G-SIBs) padronizados por critérios como tamanho, interconectividade, falta de substitutos disponíveis e complexidade e atividade global. Por isso, é recomendado terem um amortecedor de capital adicional.

O desenho da política macroprudencial teve destaque também pela criação de organizações e instituições internacionais e supranacionais relacionadas com regulação do sistema financeiro. Em 2010, a União Europeia (UE) criou o Sistema Europeu de Supervisão Financeira (SESF) com quatro entidades: Comitê Europeu do Risco Sistêmico (ESRB - *European Systemic Risk Board*), EBA (*European Banking Authority*), EIOPA - *European Insurance and Occupational Pensions Authority*) e ESMA - *European*

⁷ Recursos estáveis disponíveis como capital, captações no varejo e atacado sobre recursos estáveis requeridos como operações de crédito, compulsórios, títulos públicos e privados, aplicações interbancárias e ativo permanente. Indicador acima de 100%



Securities and Markets Authority). O ESRB pode emitir avisos e recomendações com desenvolvimento e condução dos instrumentos macroprudenciais. Cada Estado-Membro tem a competência e responsabilidade da operacionalização da supervisão do sistema bancário. O BCE pode realizar medidas também de forma legítima e tem o direito de contestar decisões nacionais. Normalmente o BCE e supervisores nacionais compartilham responsabilidades sobre medidas de capital, quanto as medidas *borrower-based* são de responsabilidade de autoridades nacionais (AMPUDIA et al., 2021). Dezesesseis países têm sua supervisão de responsabilidade do BCE, nos demais são outras instituições, com o banco central compondo o comitê obrigatoriamente. Em dezembro de 2019, 40% da medidas são baseadas em capital, 25% *borrower-based* (LTV, DSTI). Os mais utilizados nos relacionadas a capital são os capital de conservação e para as SIFI. No caso do *borrow-based* são LTV e *loan-to-income*. (MIRANDA, 2020)

Em 2010, os Estados Unidos foram criados o Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (FSOC - *Financial Stability Oversight Council*) e no Reino Unido, o Comitê de Política Financeira do Banco de Inglaterra (FPC - *Financial Policy Committee*). No Brasil, em 2011, foi criado o Comef Comitê de Estabilidade Financeira.

A evidência empírica sobre a política prudencial tem alguns problemas como a falta de dados, medidas, endogeneidade nas estimações macroeconômicas e ainda, a maioria dos estudos usa estimações por *dummies* que não permite o efeito quantitativo das políticas (ALAM et al., 2019). Ampudia et al. (2021) argumentam que a maioria dos artigos econométricos que mostram efetividade da PM usam indicadores qualitativos (normalmente *dummies*) sobre a variável crédito em regressões em painel dos países. Normalmente esses parâmetros são estaticamente significativos. Alguns artigos analisam o efeito do LTV. Richter, Schularick e Shim (2018) encontraram efeitos assimétricos sobre inflação e produto com dados em painel de 56 países. Mudanças no LTV reduzem o produto de forma modesta nos países emergentes e quase não afetam o PIB dos países avançados. O impacto sobre o nível de preços é ainda menor que o sobre o PIB principalmente nos países emergentes. O LTV tem um impacto significativo nos instrumentos de *loan-target* no crédito real, mas um efeito modesto sobre preços de habitação e sobre o consumo (ALAM et al., 2019). O efeito sobre o consumo é maior se a condições do LTV já são restritivas. Na área do Euro, Ampudia et al. (2021) concluem que o LTV afeta mais o PIB e inflação que os requerimentos capitais. Além disso, o efeito sobre o crédito é persistente, atingindo o máximo após 20 trimestres. Em uma análise microeconômica no mesmo artigo, o aumento LTV, reduz a probabilidade de *default* para Itália (entre 2014 e 2016) e Espanha (entre 2011 e 2024).



Os recolhimentos compulsórios já foram usados por diversos motivos historicamente: regulação bancária, instrumento de política monetária, taxação (direta taxa nos bancos pro motivos fiscais) e instrumento de repressão financeira (forçar emprestar para o governo ou algum setor da economia) Monnet e Vari (2019) diferencia os recolhimentos compulsórios dos "recolhimentos de títulos compulsórios" (*security reserve requirement*, que é um outro nome para LCR, pois tem a ideia similar de fazer os bancos guardarem um parte dos ativos em uma parte "mais líquida". O LCR implementado por Basileia é uma versão mais sofisticada, porque o conjunto de ativos aceitos é mais amplo incluindo dívida em moeda estrangeira (com *haircut*) e com cálculo mais complexo sobre as obrigações de curto prazo. Além disso, não precisam serem depositados em uma conta no banco central. Os recolhimentos de títulos compulsórios foram utilizados por alguns países na história como na Suécia em 1911, Suíça em 1934, França em 1960 e abandonados em meados 1980 por causa da sua complexidade e habilidade dos bancos contornar a exigência.

Importante destacar o fato estilizado que regulação ser pró-cíclica em diferentes economias avançadas com sistemas de governo democráticos em Dagher (2018) . O foco da análise são as crises de crédito privado ou boom no mercado de ações. Os períodos de boom são associados com desregulamentação financeira, políticas governamentais que incentivam o crescimento de crédito e desincentivam a regulação e a supervisão. No período posterior do estouro na bolha, ocorrem profundas mudanças no arcabouço regulatório financeiro. Fato que aconteceu na crise de 2008 pelo anterior enfraquecimento da regulação e a posterior discussão, adoção de ações e medidas concretas prudenciais e de regulação.

O setor financeiro não bancário

A política macroprudencial, apesar de buscar a estabilidade financeira do sistema, tem seus instrumentos, ainda, com foco na supervisão bancária. O segmento de intermediação financeira não bancário, chamado pela literatura pós-crise de *shadow banking*⁸, ainda não é bem regulado e supervisionado. Em 2018, o Comitê de Estabilidade Financeira (FSB) alterou o termo *shadow banking* pela denominação intermediários financeiros não bancários (NBFIs)⁹ (BOARD, 2018). A regulação

⁸ Termo conceituado e desguinado por Zoltan Podzar em Pozsar et al. (2010)

⁹ Medida ampla de todas IFs não bancárias. É composto por fundos de pensão, companhias de seguro, fundos de investimentos, fundos do mercado monetário, companhias financeiras, corretoras, fundos hedge, veículos de finanças estruturados (SFVs), companhias de finanças, companhias trust, fundos imobiliários (REITs) e contraparte central (CCP)



financeira no mundo avançou sobre os bancos após a crise de 2008, mas sobre intermediação não bancária está em estágios iniciais, e em muitos países não foi usada (BOARD, 2020b).

A preocupação com a inter-conectividade entre as IFs, o acordo de Basileia III fortaleceu os requerimentos de capitais relacionados com risco de crédito para contraparte em operações com derivativos, garantias adicionais e requerimentos de margem para derivativos complexos e ilíquidos, exposições bilaterais em mercados balcão (OTC) e encargo de capitais para reavaliações de crédito em securitizações (LEITE; REIS, 2013).

Claessens et al. (2021) ratificam que política microprudencial e monetária não foram suficientes para conter e impedir os desequilíbrios da crise global de 2008 e a resposta regulação principalmente sobre os bancos. Apontam alguns trabalhos demonstraram que pró-ciclicidade do crédito foi reduzida por instrumentos de política macroprudencial no pós crise. No entanto, dois fatores limitam essa ação: o grande setor de intermediação financeira não bancário (NBFi) e os efeitos transbordamento entre as jurisdições. Com um estudo econométrico de 24 jurisdições, demonstraram políticas de aperto prudencial domésticas causam o aumento da participação dos ativos dos NBFi (medida restrita¹⁰) do total dos ativos financeiros e redução dos ativos bancários.

A taxa de crescimento do NBFi cresceu globalmente à uma taxa de 8,9%, maior que o setor bancário (5,9%) em 2019, principalmente pelo aumento de fundos de investimentos, fundos de pensão e companhias de seguro. Este setor, em sua medida ampla, representa 49,5% do sistema global financeiro em 2019 (em 2008 era 42%). A proporção é maior no países avançados (56% em média) do que nos países em desenvolvimento (27% em média). Bancos, ainda, têm a maior parcela de ativos de crédito no sistema financeiro com 62% dos ativos de crédito e 83% dos ativos de empréstimos globais, porém ativos de créditos cresceu numa velocidade maior em 2019 para fundos de pensão, companhias de seguros e outras intermediações financeiras. (BOARD, 2020a)

O Board (2020a) destaca que bancos e NBFi são intimamente relacionados na intermediação financeira, com canais de *funding* operando nas duas direções. No agregado, 5,7% do funding bancário é do NBFi , sendo mais de 20% no Chile,

¹⁰ Divide a atividade bancária em cinco funções ou atividades econômicas que envolvem funções parecidas com as bancárias e enfrentam riscos de estabilidade financeira: securitização, facilitação da intermediação do crédito, funding de curto-prazo no mercado ou por empréstimos e veículos de investimento coletivos suscetíveis a corridas



Luxemburgo e África do Sul. Na área do euro, o sistema financeiro não bancário tem maior peso (55% do total em 2018) em relação ao setor bancário em 2018. O total de ativos dos fundos de investimento na União Europeia saiu de 6.3 bilhões de euros 2008 para 15,2 bilhões em 2018 (MIRANDA, 2020).

Alguns fatores de crescimento do Shadow Banking no pós-crise são a regulação bancária tender a ser pró-cíclica, terem menores custos e maior rentabilidade, persistentes taxas baixas de juros, interligação em cada subsetor - fundos de investimentos, fundos de pensão, bancos e sociedades de seguros. As operações compromissadas e securitização são associadas com o crescimento da alavancagem. Miranda (2020) elenca alguns motivos para falta regulação: informações insuficientes para os reguladores, grupos de interesse, dificuldade de definição e implementação de regras, ofertantes de crédito de forma complementar ao sistema bancário e problema da não-simultaneidade da regulação dentro desse setor que leva a redução de oferta de serviços.

O novo arcabouço de regulação macroprudencial busca mitigar o risco sistêmico dessas entidades/atividades de forma macro por causa do comportamento em manada dos agentes, ativos altamente correlacionados que criam bolhas e volatilidade, além de decisões de portfólio podem amplificar vendas de ativos mercado em um cenário de choque adverso.

Política macroprudencial Brasileira

As seções a seguir detalham o arcabouço prudencial do Brasil com base nas legislações e nas pesquisas de política macroprudencial realizadas pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) com os países (FMI, 2022). A última seção trata das medidas prudenciais realizadas durante o choque da Pandemia Covid-19 em 2020.

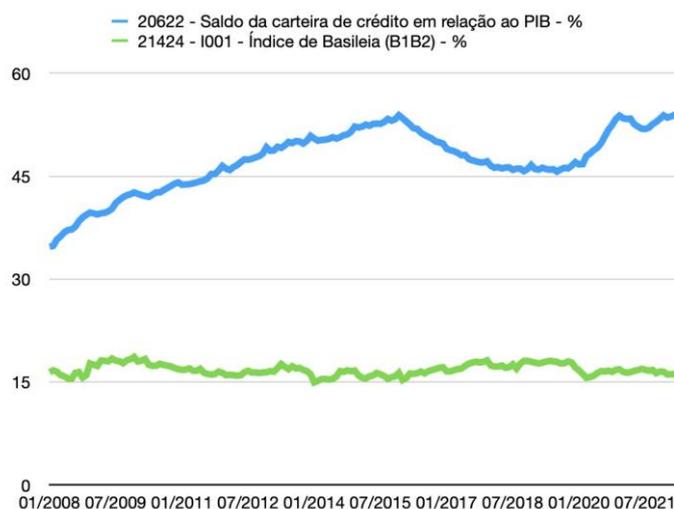
A figura 1 mostra o saldo de crédito total por PIB e Índice de Basileia entre os anos de 2016 a 2021. O cálculo do índice de Basileia compreende pela divisão do patrimônio de referência pelos ativos ponderados pelo risco (RWA) e busca medir a adequação de capital dos bancos. Percebe-se a alocação de capital acima dos exigidos. O saldo do crédito refere-se a relação percentual entre o saldo de crédito concedido pelo Sistema Financeiro Nacional¹¹ e o valor do PIB acumulado nos últimos

¹¹ Associação de poupança e empréstimo, bancos comerciais, bancos de câmbio, bancos de desenvolvimento, bancos de investimento, bancos múltiplos, caixas econômicas, companhias hipotecárias, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades de crédito, financiamento e investimento e sociedades de crédito imobiliário



doze meses a valores correntes. Observa-se uma mudança na série a partir de 2015 com a redução do crédito por PIB abaixo de 50% até agosto de 2020 (50,79%).

Figure 1 – Saldo de crédito por PIB e índice de Basileia



Fonte: BCB

Setor Bancário

A política macroprudencial no Brasil é compartilhada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pelo banco central do Brasil (BCB), que pela lei Bancária Nº 4,595/1964, O CMN impõe diretrizes de maneira ampla ao mercado de crédito, câmbio e instituições financeiras, e o BCB operacionaliza-as com os detalhes de calibragem. Apesar de não ter nenhum mandato macroprudencial explícito por lei, o CMN e BCB tem poderes mais impositivos *Hard* para regulação bancária. Desde 2006, o Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização (Coremec) coordena informações entre agências trimestralmente com poderes somente consultivos. Os participantes são BCB, CVM (Comissão de Valores Mobiliários), Previc (Superintendência Nacional de Previdência Complementar), e Susep (Superintendência de Seguros Privados).

Empregando a classificação do FMI, o Brasil adota os seguintes instrumentos de base ampla aplicados sobre o setor bancário: amortecedores para o capital principal (até 4,5% do RWA): de capital contracíclico (aplicáveis a todas instituições financeiras licenciadas pelo BCB, desde 2016, a taxa é de 0%), de capital de conservação (taxa de 2,5% do RWA e implementado efetivamente em 2016) e sistêmico (vinculada a importância sistêmica da IFS, a taxa de até 2%); o capital de nível I de 6% do RWA; razão de alavancagem (Em vigor desde 2018 como uma razão entre o capital de Nível 1 e a exposição total da instituição no valor de uma razão mínima de 3% para os segmentos



S1 e S2¹², provisão de perdas de empréstimos (desde 2000, com base no modelo de perda esperada ao longo da vida para empréstimos e arrendamentos do próprio banco). O índice de Basileia é a divisão do PR e do RWA com percentual mínimo de 8% que deve-se somar ao amortecedor de capital principal. (BCB, 2022; FMI, 2022)

O segmento S1 é obrigado ter alinhamento com a recomendações de Basileia pelo seu tamanho, enquanto o S2 também tem essas obrigações com algumas exceções como a não necessidade de requerimentos LCR e NSFR e divulgações de algumas publicações sobre riscos assumidos. Os segmentos S3 e S4 possuem regras simplificadas nos requerimentos, na sua estrutura e gerenciamento de riscos. Por fim, o S5 tem metodologia facultativa para os requerimentos e estrutura simplificada de gerenciamento de risco¹³. As instituições domésticas sistemicamente importantes são taxadas com requerimento de capital quando sua exposição total sobre PIB for entre 10% e 50% dos ativos ponderados pelo risco e acima de 50%, com taxas de 1% a 2%, respectivamente (desde 2016). No Brasil, os bancos Caixa, Bradesco, Itaú Unibanco e Banco do Brasil compõem o levantamento da lista de 30 G-SIBs pelo BIS em 2014 até 2019. Em 2021, participaram da amostra adicional¹⁴. Para o monitoramento do sistema financeiro, o BCB começou a calcular em 2021 um indicador de risco sistêmico (SRISK) verificando as necessidades de capital das IFs em um cenário de estresse global, supondo uma queda permanente de 40% do índice global de preços ações (BCB, 2021).

No caso dos instrumentos capital sobre as famílias e firmas, é adotado: requerimentos de capitais sobre ativos ponderados pelo risco (RWA) calculados com base no risco de crédito; os fatores ponderados pelos risco dos ativos dependem da razão LTV para financiamento de casa; limites na razão LTV (desde 2013, sobre o Sistema Financeiro da Habitação (SFH)¹⁵ e desde 2018 sobre todas as hipotecas. Limite de 80% para financiamento de aquisição e construção de residências, 90% se utilizado o esquema de amortização constante, 60% para aquisição de casa própria. Para o SFH, o limite de valores é R\$ 1.500.000,0). No mercado de moeda estrangeira, bancos não são

¹² Os segmentos são determinados pelo porte, nível de atividade internacional e perfil de risco das instituições: S1 (Bancos de igual ou superior a 10% do PIB, atividade internacional relevante.), S2 (Bancos com porte de 1% a 10% do PIB ou demais IFs com porte maior ou igual 1%), S3 (IFs entre 0,1% e 1% do PIB), S4 (IFs com porte inferior 0,1%) e S5 (IFs com perfil de risco simplificado com porte inferior a 0,1% tem metodologia facultativa para o PR). BCB define bancos como Bancos múltiplos, comerciais, de investimento, de câmbio e caixas econômicas.

¹³ Fonte: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/regprudencialsegmentacao>>

¹⁴ <<https://www.bis.org/press/p211123.htm>>

¹⁵ Recursos provenientes de depósitos de poupança e do Fundo de Garantia de Tempo de Serviços (FGTS) são utilizados para compra, reforma ou construção de residências.



permitidos conceder empréstimos em outras moedas nem no setor das famílias e das firmas corporativas. (FMI, 2022)

As ferramentas relacionadas a liquidez aplicadas ao setor bancário são: LCR e NSFR (Razão de 1 aplicáveis ao segmento S1 para os dois índices); recolhimento compulsório sobre recursos à vista, poupança, à prazo ¹⁶ Hoje tem limites da posição líquida e bruta de câmbio de 30% do capital da instituição em ouro e/ou ativos/passivos denominados em moeda estrangeira ¹⁷ (BCB, 2021)

No fluxos de capitais internacionais, IFs só podem aplicar e emprestar os fundos no exterior se forem em títulos do governo brasileiro emitidos no exterior, títulos do governo estrangeiro, títulos emitidos por instituições financeiras e depósitos a prazo em instituições financeiras. Portanto, as IFs são proibidas enviar fundos domésticos para exterior se não for para estas operações.

O conjunto de ferramentas no Brasil inclui o imposto sobre operações financeiras (IOF). Por ser uma exceção constitucional aos princípios da anterioridade e noventena, tem efeito imediato de alteração de alíquota ¹⁸. A desenho desse imposto tem claros objetivos de política monetária, creditícia e prudencial. O problema é quanto esse imposto é usado em outros objetivos como compensar parte da perda tributária ou para financiar programas de governo.

Setor não bancário

As câmaras de compensação são umas das infraestruturas de mercado no Brasil (divididas na terminologia adotada pelo BIS em sistema de pagamentos (SP), sistemas de liquidação de ativos (SSS) e contraparte central (CCP)) e são sujeitas a regulação da CMN, banco central e da CVM, sendo que, os dois últimos, supervisionam e autorizam as operações. A câmara de compensação deve assegurar recursos suficientes para cobrir a inadimplência de participante tenha à maior posição compensada devedora apurada neles (Resolução CMN Nº 2.882/2001 (BCB, 2001b)).

¹⁶ Entre 2011 e 2017, existiu recolhimentos sobre posições líquida de câmbio estrangeiro. Ainda existem recolhimentos compulsórios por insuficiência de direcionamento mandatório para crédito rural, de recursos de poupança para financiamento imobiliário, de recursos à vista para microcrédito. <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios>>

¹⁷ Cálculo depende do valor líquido das posições vendidas ou compradas e 70% do valor mínimo entre o total das posições vendidas e compradas em cada moeda.

¹⁸ Anterioridade - a constituição no seu artigo 153 veda a cobrança de impostos no mesmo exercício financeiro e noventena - veda antes de decorridos noventa dias da data de seja publicada lei que instituiu o imposto



Além das câmaras de compensação, existem outras infraestruturas de mercado como os repositórios de transações (TR) e depositários centrais de ativos (CSD). Elas providenciam as informações e permite o regulador ter visibilidade das informações sobre exposições de risco, evolução das posições, concentração de mercados dos contratos, fundos e derivativos. Desde 2001, os derivativos no Brasil devem ser registrados em TR para ser uma operação válida no Brasil. (FMI, 2022)

Para o caso de sistemas sistemicamente importantes, Banco central é quem define e obriga compensação por CCP pela Circular BCB Nº 3,057/2001 (BCB, 2001a). A definição é ampla e classifica como sistematicamente importantes os sistemas que transacionam títulos, valores mobiliários, derivativos financeiros e moedas estrangeiras independentemente do valor, e mesmo se não for relacionadas com essas transações, mas tiver um giro financeiro diário médio superior a 4% da média do sistema de transferência de reservas (STR) ou possibilidade de inadimplências e efeitos contágios dos participantes com as operações do sistema devem ser classificados como sistemicamente importantes. BC impõem requerimentos de capital de R\$ 30 milhões para cada sistema. Ainda, quando autorizados devem constituir um patrimônio líquido especial de títulos do governo no valor de R\$ 10 bilhões. Garantias internacionais são permitidas até 8% do valor total do colateral nas CCP brasileiras se também forem executáveis na jurisdição estrangeiras (BCB, 2001a)). As CCPs também têm limites de concentração e limites para posições abertas de participantes. (FMI, 2022)

O Brasil tem uma grande infraestrutura de mercado chamada B3 que opera as duas principais CCPs: a câmara de câmbio B3 em que compensa transações interbancárias de câmbio no mercado à vista; a câmara B3 para títulos, valores mobiliários (única câmara do Brasil), empréstimos de títulos, derivativos negociados em bolsa ou balcão. Neste caso, operando com requerimentos de margem e ajuste diário. A B3 também é depositária central de renda variável agindo como SSS e CSD, assim como o sistema de registro BM&FBOVESPA atuante como TR. Além disso, o sistema de balcão opera nas três infraestruturas SSS, CSD e TR. O Brasil não possui CCP estrangeira, apesar da possibilidade dada pelo Banco central (Circular Nº 3,772/2015 (CNSP, 2021)).

O mercado dos títulos públicos tem compensação e registro das transações com títulos públicos pelo sistema do Banco central chamado Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), que é um SSS e um CSD.

A indústria de fundos de investimento no Brasil tem suas normas delimitadas pela instrução nº 555 da (CVM, 2014) que estabelece várias restrições as exposições como limites por emissor, limites por modalidade de ativo financeiro, limites concentração, normas de divulgação de informações, não permissão de alavancagem, exceto quando



autorizado pela CVM, entre outras normas. A supervisão é realizada de forma diária e individual, pois eles devem ser registrados em um repositório de transações. (FMI, 2022)

As companhias de seguro e fundos de pensão abertos também tem limites de aplicação dos recursos por tipos de risco, ativos admitidos, concentração, não permissão de alavancagem (Resolução da CMN Nº 4.444/2015 (BCB, 2015)). Estas entidades devem ter uma política de risco de liquidez aprovada pelo conselho administrativo e constar na administração de risco corporativo da companhia (Resolução da CNSP Nº 416/2021 (CNSP, 2015)). Os fundos de pensão abertos precisam manter pelo menos 20% de seu capital de risco regulatório aplicado em títulos públicos (Resolução CNSP nº 321/2015 (CNSP, 2015)) (FMI, 2022).

Todas as operações de empréstimos com ativos financeiros e/ou títulos pelas IF devem ser compensadas por um CCP no Brasil seja instrumentos dos mercados financeiros, títulos governamentais ou dívida corporativa. O mercado de securitização não possui regulação prudencial e seus principais produtos no Brasil são títulos com garantias de hipotecas ou fundos de investimentos em direitos creditórios.

Medidas de controle dos efeitos da pandemia da Covid-19

O pandemia do covid-19 testou a resiliência dos sistemas financeiros do mundo todo, além do poder de resposta dos reguladores financeiros no uso de políticas prudenciais e coordenação entre países. Uma grande conjunto de medidas foram liberadas para que o sistema financeiro mantenha suas funções de intermediação e transformação de maturidade, antes mesmo do choque simultâneo de oferta e demanda efetivamente gerasse impactos reais na economia. Em março de 2020, os mercados financeiros anteciparam os efeitos do choque e entraram em drástica queda nos preços dos ativos. Segundo Paula (2021) o impacto na economia brasileira foi por dois canais: um externo pelo fluxo de saída de capitais em março de 2022 e outro interno na atividade econômica repercutindo nas necessidades de liquidez dos agentes.

Antes de 2020, os países da área do Euro (incluindo os com acordo de cooperação como Croácia e Bulgária) empregaram políticas macroprudenciais como, por exemplo, amortecedores de capital para instituições sistêmicas. Muitos países aplicaram medidas *borrower-based*.¹⁹

¹⁹ Sete países usaram amortecedor de capital contracíclico, cinco têm o amortecedor de risco sistêmico e alguns aplicaram pesos sobre o capital para tipos de exposição de riscos (AMPUDIA et al., 2021).



Na pandemia, as autoridades continuaram a tendência de usar esses instrumentos relaxando algumas medidas de capital como amortecedor contracíclico ou medidas sobre o ativo (*borrowerbased*). O objetivo era a melhor absolvição de perda pelos bancos, promoção de empréstimos e acesso ao crédito. Várias medidas de liberação de liquidez foram oferecidas para os agentes econômicos que enfrentaram choque de liquidez ou queda de drástica de renda. O BCE liberou cento e vinte bilhões de euros de capital dos bancos. Apesar de política macroprudencial ter sido ativa durante 2020, ela tem pouco espaço político de resposta a choques. Por exemplo, o peso do amortecedor de capital contracíclico ainda é relativamente pequeno na zona do Euro (AMPUDIA et al., 2021).

Acompanhando o cenário internacional, no Brasil foram implementadas uma série de medidas prudenciais para amortecer o choque financeiro e real causado pela pandemia. No caso das aplicadas de forma ampla ao sistema bancário, foram realizadas: redução dos requerimentos de capital de conservação dos bancos de 2.5% para 1.5% entre março de 2020 até março de 2021; a não necessidade de realizar o provisionamento de perdas adicionais para empréstimos refinanciados de março a setembro de 2020; suspensão da distribuição de dividendos acima do mínimo das IFs para garantir recursos para o oferecimento do crédito entre abril e setembro de 2020; As IFs do segmento S5 tiveram seus requerimentos de capital reduzidos de 17% para 15.5% dos ativos ponderados pelo risco (RWA) e na cooperativas de crédito de 12% para 10.5% do RWA entre abril de 2020 até abril de 2021.

Sobre o setor corporativo, os requerimentos de capital tiveram o risco ponderado dos empréstimos reduzidos de 100% para 25% das pequenas e médias firmas. Em março de 2020, bancos foram permitidos ter um LCR menor de 1.0 temporariamente. Por outro lado, os requerimentos compulsórios para depósitos a prazo foram reduzidos de 31% para 17% em março de 2020 até novembro 2021.

Sobre o setor não bancário, no auge da crise no mercados financeiros, o BCB fez operações compromissadas (*repos*) com títulos soberanos brasileiros em março (Global Bonds - compra pelo BCB com compromisso de revenda com *haircut* de 10%) com as instituições financeiras que geralmente são a ponta da operação no mercado internacional. BCB aumentou liquidez ao mercado secundário de debentures ou letras financeiras permitindo esses títulos serem colaterais de seus empréstimos para IFs (duas medidas uma em março, uma que poderia realizar o empréstimos com garantia adicional de depósitos compulsórios e outra posterior, com a garantia de ativos bancários com classificação de risco A, AA e B). Outra medida para facilitar o funding



do banco, foi flexibilização da aplicação de recursos de LCA (Títulos emitidos por bancos com aplicação em agronegócio).

A atuação prudencial expande sua atuação e incorpora a ideia do big government de Minsky e atuação da política fiscal de Keynes para além da esfera financeira. Em 2020, a tabela 1 indica algumas das medidas fiscais realizadas em 2020 divididas pela atuação do ente federal brasileiro sobre a receita pública, garantias do tesouro e gastos públicos. No campo das receitas, foi dada a possibilidade das firmas adiantarem o pagamento de alguns impostos federais e prorrogar parcelas de dívida ativa dos meses agudos da crise para a segunda metade de 2020. Assim como a redução de IOF de crédito e de alíquotas do sistema S até junho de 2020, e ainda suspensão de cobrança da dívida ativa, atos processuais de protesto, dedução de repasse das contribuições previdenciárias estão entre algumas medidas.

Pelo lado do gasto público, concessão de auxílio emergencial ao trabalhadores, principalmente informais, mudança no procedimento nas compras e licitações e pagamento de seguro-desemprego ao trabalhador para evitar seja demitido. Pelo lado do crédito e das garantias do tesouro, foram lançados: três programas o PESE, PEAC e Pronampe. O primeiro liberava garantia aos bancos pelo tesouro para concessão de crédito as firmas exclusivamente para pagar salários, enquanto o PEAC dava acesso ao crédito as pequenas e médias firmas com garantia do Fundo Garantidor para investimentos (FGI). Por fim, o Pronampe que permitia concessão de crédito às microempresas e empresas de pequeno porte com colateral do Fundo Garantidor de Operações (FGO) para os bancos. O Pronampe foi o único programa que teve mais sucesso, sendo transformado em permanente em 2022.

Por outro lado, a tabela 2 aponta algumas medidas de intervenção do câmbio e/ou comerciais como: Redução de alguns impostos de produtos relacionados a pandemia; ampliação de prazos de contratos de câmbio, ampliação do prazo de regime Drawback, mudança de regras de licença para entrada e saída de produtos e sinalização do acesso a linhas de Swap de dólar do FED pelo BCB (Não foram utilizadas).

Conclusão

As crises financeiras são fenômenos intrínsecos das economias capitalistas modernas e complexas, caracterizado pelas aumento da fragilidade dos balanços em um contexto que indivíduos possuem uma restrição de sobrevivência que o fazem cumprir seus fluxos de pagamentos e recebimentos um dado período de tempo. A dinâmica das crises pode tomar forma de bolhas de créditos/ativos/alavancagem e posterior estouro e desalavancagem dos balanços, problemas de liquidez e solvência dos agentes e



instituições financeiras, corridas bancárias, deflações de dívida, crise de câmbio, entre outras consequências.

A regulação bancária no pós-crise internacional de 2008 transfigurou-se no debate da política macroprudencial que objetiva a estabilidade do sistema com foco no risco sistêmico dada a interligação dos agentes e instrumentos financeiros, e a evolução do risco no tempo. O fato estilizado que as políticas regulatórias financeiras normalmente ocorrem de forma posterior a crises financeiras foi, novamente, comprovado em 2008, gerando uma série de debates da literatura econômica, políticas e recomendações dos organismos internacionais como BIS, Acordo de Basiléia III, Comitê de Estabilidade Financeira, entre outros.

A redefinição e a seleção de instrumentos com foco na política macroprudencial e risco sistêmico foi uma das recomendações, obedecendo as particularidades de cada arcabouço institucional das economias. Muitos países adotaram diversos tipos de instrumentos, dentro os quais os padronizados por Basiléia III, incluindo o Brasil. Uma das preocupações da literatura é que a regulação avançou sobre o setor bancário, mas está aquém sobre o setor financeiro não bancário, gerando desalinhamento regulatório e incentivos de crescimento para o setor não bancário. Apesar disso, o monitoramento avançou sobre as infraestruturas do mercado e sobre atividades e entidades que realizam funções parecidas com os setor bancário e possuem risco de estabilidade financeira, como intermediação do crédito e transformação de liquidez e maturidade.

No Brasil, as instituições reguladoras adotaram as recomendações de Basiléia sobre o setor bancário e não bancário (quando relevante para o sistema) com poderes duros (*hard*) e impositivos sobre as IFs. É empregado requerimentos de capitais considerando principalmente o risco de crédito diferenciado pelos tipos de tomadores e segmentação das IFs, com requerimentos contracíclico, sistêmico, conservação e nível I. Assim como os requerimentos de liquidez (LCR, NFSR), razão de alavancagem, provisionamento de perdas, LTV, recolhimentos compulsórios, instituições sistemicamente importantes e IOF.

O setor financeiro não bancário também é bem regulado com vários limites emissão, modalidade de ativos, concentração, limites de aplicação de recursos entre outras regras para as diferentes entidades/atividades como fundos de pensão, investimentos, companhias de seguros. Assim como as infraestruturas de mercado (câmara de compensação, repositórios de transação, depositários centrais de ativos) são sujeitas a regulação do CMN, CVM e BCB, fornecendo informações sobre posições, exposições de risco, concentração sobre contratos, fundos e derivativos. Por outro lado, o mercado de securitização não possui regulação prudencial no Brasil.



Em 2020, alguns desses instrumentos prudenciais fizeram parte das ações de alívio aos mercados financeiros no choque da Pandemia Covid-19, como o relaxamento de requerimentos de capital e liquidez, ações do BCB de apoio de liquidez aos mercados de capitais e de crédito no momento agudo da crise (março 2020) e medidas do Tesouro Nacional para incentivo do crédito para empresas com garantias governamentais.

Assim, as medidas prudenciais, o monitoramento dos riscos e os colchões de liquidez e de capital do setor financeiro são ações dos reguladores para manter a estabilidade financeira do sistema não só no crescimento da vulnerabilidades, inovações financeiras, mas também no momento da subida ou descida do ciclo econômico. Principalmente porque os agentes financeiros antecipam os problemas futuros nos mercados financeiros de fragilização dos balanços, gerando incerteza. No caso do Covid-19, a fragilização dos balanços não foi causa, mas consequência do choque, diferentemente de uma crise financeira *per se*. Porém, a atuação dos *policemakers* foi no sentido de se evitar a transformação da crise econômica em uma financeira dada a magnitude do choque.

Bibliography

ALAM, Z. et al. Digging deeper—evidence on the effects of macroprudential policies from a new database. International Monetary Fund, 2019.

AMPUDIA, M. et al. On the effectiveness of macroprudential policy. ECB Working Paper, 2021.

BCB. Circular bcb nº 3057, de 31 de agosto de 2001. *Aprova regulamento e disciplina o funcionamento dos sistemas operados pelas câmaras e os pelos prestadores de serviços de compensação e de liquidação que integram o sistema de pagamentos*, 2001.

BCB. Resolução cmn nº 2882, de 30 de agosto de 2001. *Dispõe sobre sistema de pagamentos e as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram.*, 2001.

BCB. Resolução bcb nº 4444, de 13 de novembro de 2015. *Dispõe sobre as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais, sobre as aplicações dos recursos exigidos no País para a garantia das obrigações de ressegurador admitido e sobre a carteira dos fundos de aposentadoria programada individual (Fapi)*, 2015.

BCB. Relatório de estabilidade financeira. v. 20, n. 1, 2021.

BCB. Relatório de estabilidade financeira. v. 21, n. 1, 2022.



BOARD, F. S. Fsb reviews financial vulnerabilities and deliverables for g20 summit. *Press release. Basel, October*, v. 22, 2018.

BOARD, F. S. Global monitoring report on non-bank financial intermediation. *Financial Stability Board Report, December*, v. 16, 2020.

BOARD, F. S. Implementation and effects of the g20 financial regulatory reforms: 2020 annual report. *Anual Report. Basel, November*, 2020.

CLAESSENS, S. et al. Do macroprudential policies affect non-bank financial intermediation? CEPR Discussion Paper No. DP15895, 2021.

CNSP. Resolução cnsf nº 321, de 18 de maio de 2015. *Dispõe sobre provisões técnicas, ativos redutores das necessidade de cobertura das provisões técnicas, capital de risco baseado nos riscos de subscrição, de crédito, operacional e de mercado, patrimônio líquido ajustado, capital mínimo requerido, plano de regularização de solvência, limites de retenção, critérios para a realização de investimentos, normas contábeis, auditoria contábil e autoria atuarial independentes e Comitê de auditoria referentes a seguradores, entidades abertas de providência complementar, sociedades de capitalização e resseguradores.*, 2015.

CNSP. Resolução cnsf nº 416, de 18 de maio de 2021. *Dispõe sobre o Sistema de Controles Internos, a Estrutura de Gestão de Riscos e a atividade de Auditoria Interna*, 2021.

CORRÊA, M. F.; LEMOS, P. d. M.; FEIJO, C. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira. *Economia e Sociedade*, SciELO Brasil, v. 26, p. 1127–1148, 2017.

CVM. Instrução cmn nº 555, de 17 de dezembro de 2014. *Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento.*, 2014.

DAGHER, J. Regulatory cycles: revisiting the political economy of financial crises. International Monetary Fund, 2018.

FILHO, E. T. T.; MARTINS, N. M. Regulação financeira em minsky: Restrição de sobrevivência, instabilidade financeira e regulação dinâmica. *Texto para discussão - IE/UFRJ*, n. 4, 2020.

FMI. The macroprudential policy survey. Disponível em: <<https://www.elibrary-areaer.imf.org/Macroprudential/Pages/Home.aspx>>, acesso em 15 de agosto de 2022, 2022.

GALATI, G.; MOESSNER, R. What do we know about the effects of macroprudential policy? *Economica*, Wiley Online Library, v. 85, n. 340, p. 735–770, 2018.



IMF-FSB-BIS. Guidance to assess the systemic importance of financial institutions, markets and instruments: Initial considerations. *Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, outubro, 1-27, 2009.

IMF-FSB-BIS, A. Elements of effective macroprudential policies: Lessons from international experience. *Report to the G-20*, 2016.

LAVINAS, L.; ARAÚJO, E.; BRUNO, M. Brasil: Vanguarda da financeirização entre os emergentes. *Texto para discussão*, n. 32, 2017.

LEITE, K. V.; REIS, M. O acordo de capitais de basileia iii: Mais do mesmo? *Revista EconomiA*, v. 14, n. 1A, p. 159–87, 2013.

MARICHAL, C. *Nova história das grandes crises financeiras: uma perspectiva global, 1873-2008*. [S.l.]: Editora FGV, 2016.

MINSKY, H. P. Integração financeira e política monetária. *Economia e Sociedade*, v. 3, n. 1, p. 21–38, 1994.

MIRANDA, P. M. R. Políticas macroprudenciais: objetivos, instrumentos, limitações e desafios. Dissertação de mestrado Universidade do Porto, 2020.

MISHKIN, F. S. *The economics of money, banking, and financial markets*. [S.l.]: Pearson education, 2022.

MONNET, E.; VARI, M. Liquidity ratios as monetary policy tools: Some historical lessons for macroprudential policy. International Monetary Fund, 2019.

PAULA, L. F. de. A crise do coronavírus e as políticas contracíclicas no brasil: uma avaliação. *Texto para discussão 16, IE - UFRJ*, 2021.

PORTUGUÊS, M. O. S. *Three Essays on Macroprudential Policy*. Tese (Doutorado) — Tese de Doutorado, IE/UFRJ, 2017.

POZSAR, Z. et al. Shadow banking. *Staff Report, Federal Reserve Bank of New York*, v. 458, p. 3–9, 2010.

RICHTER, B.; SCHULARICK, M.; SHIM, I. *The Costs of Macroprudential Policy*. [S.l.], 2018.

SCHINASI, G. J. Defining financial stability. IMF working paper, 2004.



A Anexo

Table 1 – Medidas fiscais adotadas durante Pandemia em 2020

Nome	Medida	Fonte
Receita Pública		
Adiantamento de impostos	PIS, PASEP, Confins, e contribuição para previdência de abril e maio foram adiados para agosto e outubro de 2020. Declaração de créditos e Débitos tributários federais de abril, maio e junho prorrogado para julho. Recolhimento do FGTS pelas empresas em abril, maio, junho para outubro, novembro e dezembro. Possibilidade de quitação em até seis parcelas mensais.	Instrução normativa nº 1.932, Portaria nº139 e Nº150, Medida provisória 927
Prorrogação de parcelamentos	Com a Receita Federal e Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional vencidos em maio, junho e julho para agosto, outubro e dezembro de 2020	Portaria 201/2020
Suspensão de cobrança	Do processo de cobrança da dívida ativa da união, assim como atos processuais de protesto e defesa, renegociações de dívida junto a PGFN por 90 dias. Possibilidade de nova condições de parcelamento.	Portaria nº 103, 7.820 e 7.821
Redução de alíquota	Alíquotas do sistema S (incide sobre a folha de salários) tiveram redução de 50% de março a junho de 2020. Além disso, SEBRAE deve destinar 50% do adicional de contribuição repassado ao Fundo de Aval às micro e pequenas empresas (Fampe)	Medida provisória 932/2020
Dedução de repasse das contribuições previdenciárias	A empresa pôde deduzir esse repasse com comprovação da incapacidade temporária do trabalhador devido a sua contaminação por Covid-19 nos primeiros 15 dias.	Lei 13.982/2020
Tarifa zero de IOF	Em operações de crédito por 90 dias desde abril de 2020	Decreto Nº 10305



Garantias do tesouro			
PESE	Linha de crédito especial com garantia do Tesouro com atuação do BCB e BNDES para empresas com faturamento entre R\$ 360 mil e R\$ 50 bilhões exclusivamente para pagar a folha salários (ou verbas trabalhistas) com a contrapartida da empresa não demitir até 60 dias após recebimento da última parcela da linha de crédito a taxa de 3,75% ao ano pelo prazo de 36 meses e carência de seis meses. Valor aprovado: R\$ 8 milhões. Utilizado	Data	
PEAC	Programa emergencial de acesso a crédito com Garantia do Fundo Garantidor para investimentos (FGI) por um aporte de até R\$ 20 bilhões ao fundo administrado pelo BNDES. A finalidade é complementar as garantias exigidas na realização de empréstimos de empresas com receita bruta entre R\$ 360 mil e R\$ 300 milhões. Programa de junho à dezembro de 2020. Taxa média da IF não pode exceder 1% ao mês. Agosto de 2020. Aprovado: Utilizado:	Medida	Provisória Nº 975
Pronampe	Aporte por crédito extraordinário de R\$ 15 Bilhões ao Fundo Garantidor de Operações (FGO) administrado pelo Banco do Brasil para ser usados como garantia de até 100% dos empréstimos destinados ao Programa Nacional de Apoio à Microempresa e Empresas de Pequeno Porte (Pronampe) com taxa de 1,25% + selic e ou 4,25% ao ano ou equivalentemente 0.35% ano mês (maio de 2020). Parcelamento de até 36 meses e condicionada a 30% da receita bruta obtida em 2019. Empresas novas podem usar pedir emprestado 50% do capital social. Empresas não podem diminuir o número de funcionários e recursos não podem ser usados para distribuição de lucros e dividendos .Aprovado: utilizado:	Medida	visPro-972, 975. 13.999/2020
Gastos Públicos			
Mudanças no procedimentos de compras	Duas possibilidades de pagamento antecipado: quando o fornecimento do bem ou serviço apresenta essa condição indispensável ou quando proporcionar economia significativa de recursos. Alteração de limites orçamentários para dispensa de licitação (de R\$ 33 mil para R\$ 100 mil para obras e serviços de engenharia; de R\$ 17,6 mil para R\$ 50 mil para compras e outros serviços). Regime Diferenciado de Contratações Públicas (RDC) durante o período de calamidade pública. Abrangência para administração pública de todos entes da federação. Entre maio a dezembro de 2020.	Medida	Provisória 961
Benefício emergencial de preservação do emprego e renda	Na redução da jornada de trabalhador, o governo paga um percentual do seguro-desemprego equivalente por 90 dias. Na suspensão do temporária do contrato de trabalho, o governo paga 100% do valor do segurodesemprego por 60 dias. Valor de R\$ 51 bilhões. Durante o estado de calamidade pública (Abril a dezembro)	Medida	Provisória 936



Auxílio emergencial mensal Cinco parcelas de R\$ 600 (ou R\$1200 para mães solteiras) entre abril e setembro ao trabalhador

Medida Provisória 936

Auxílio emergencial mensal quatro parcelas de R\$ 300 (ou R\$600 para mães solteiras) de setembro a dezembro. Em 2021, foi retomado com valor reduzido em abril de 2021 até dezembro com parcelas de R\$ 150 e R\$ 375.



Table 2 – Medidas Intervenção de cambio/exportação e importação adotadas durante Pandemia em 2020

Nome	Medida
Intervenção de cambio/exportação e importação	
Linha Swap de dolar com FED	Não houve acionamento da linha
Ampliação dos prazos de contratos de câmbio	Prazo máximo de pactuação e liquidação muda de 750 para 1500 dias para exportação e de 180 para 360 dias para importação. Circular nº 4002 em 20/03/2020
Drawback	Ampliação de prazo do regime de drawback da exportação por um ano nos que tenham termo em 2020. MP 960
Redução de imposto de importação	Nos produtos relacionados ao combate à pandemia. Alíquota zero para um conjunto de produtos Portaria nº 158, Resolução Camex nº 17, Resolução Camex nº 22, Resolução Camex nº 28, Resolução Camex nº 31, Resolução Camex nº 32, Resolução Camex nº 33, Resolução Camex nº 34 e Resolução Camex nº 44
Redução de IPI, PIS/Pasep-importação, confins-importação	Para alguns produtos relacionado ao combate à pandemia .Decreto nº 10.285, Decreto nº 10.302 e Decreto nº 10.318
Licenciamento não automático (especial)	Controle da saída de produtos essenciais de combate a pandemia. Portaria Secex 16/2020, Notícias Siscomex Exportação nos. 008, 009, 010, 011 e 015/2020 e Resolução RDC 352/2020
Eliminação de licenciamento para produtos essenciais	Produtos de competência da Secex, Inmetro e Anvisa Resolução RDC 356/2020 e 366/2020, Portarias Inmetro 101/2020 e 114/2020 e Notícias Siscomex Importação 11, 12, 13 e 14/2020.



BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.4, n.1, jan/mai de 2023.
ISSN: 2675-7389

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



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

SOBRE O FINDE:

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

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

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

COORDENAÇÃO DO GRUPO:

Carmem Feijó - Professora Titular de Economia (UFF)

VICE-COORDENAÇÃO:

Adriano Sampaio - Professor de Economia (UFF)

ENDEREÇO:

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

CONSELHO EDITORIAL DO BOLETIM:

Carmem Feijó – Editora Chefe

Adriano Vilela Sampaio - Editor

Fernanda Feil - Editora

EDITORES ASSOCIADOS:

Caio César de Azevedo, Daniel Consul,

Daniel Henriques, Eduardo Mantoan, Júlia Leal,

Linnit Pessoa e Vinicius Centeno

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Adriano Vilela Sampaio adrianovs@id.uff.br

Carmem Feijó cbfeijo@gmail.com

Eduardo Bassin eduardo@bassin.com.br

Fernanda Feil nandafeil@yahoo.com

Fernando Ferrari Filho ferrari@ufrgs.br

Linnit Pessoa linnitpessoa@gmail.com

Luiz Fernando de Paula luiz.fpaula@ie.ufrj.br

Marco Flávio da Cunha Resende resende@cedeplar.ufmg.br

Maurício A. Weiss mauricio.aw@gmail.com

Míriam Oliveira miriamoportugues@gmail.com

Norberto Montani Martins norberto.montani@gmail.com

Paula Marina Sarno pmsarno@gmail.com

Róber Iturriet Avila rober@ufrgs.br

Vinicius Centeno vinicenteno@gmail.com

MAIS INFORMAÇÕES:

E-Mail: findeuff@gmail.com

Site: www.finde.uff.br

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

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

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

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



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

ONDE ESTAMOS:

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

findeuff@gmail.com



www.finde.uff.br