



Dinâmicas Econômicas e Sustentabilidade: Desafios e Perspectivas



AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Adriano Vilela Sampaio - Bruno Mader Lins - Carmem Feijo -
Eduardo Mantoan - Emanuel H P Santos - Fernanda Feil -
Gustavo Teixeira F. Silva - Julia Leal - Paulo Gonzaga M. de Carvalho
www.finde.uff.br - facebook.com/findeuff



FINDE

GRUPO DE PESQUISA EM
FINANCEIRIZAÇÃO E
DESENVOLVIMENTO
Universidade Federal Fluminense

BOLETIM FINDE: v.5, n.3, 2024

Dinâmicas Econômicas e Sustentabilidade: Desafios e Perspectivas

www.finde.uff.br

Sumário

Apresentação.....	1
Carmem Feijó, Adriano Vilela Sampaio e Fernanda Feil	
Os impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na China	3
Júlia Leal	
Dólar Alto no Governo Lula: Uma Análise da Atuação do BCB na Política Cambial.....	19
Eduardo Mantoan e Bruno Mader Lins	
Let it float. Brazil and Mexico's interventions in the foreign exchange market during the pandemic	33
Adriano Vilela Sampaio	
Desafios do sistema creditício na transição verde	48
Emanuel H P Santos	
Desafios e oportunidades para o setor energético na transição verde.....	61
Gustavo Teixeira F. Silva	
“Ainda estou aqui”, e eles ainda estão aqui.....	70
Paulo Gonzaga M. de Carvalho	

Apresentação

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

A terceira edição de 2024 do Boletim FINDE, intitulada *Dinâmicas Econômicas e Sustentabilidade: Desafios e Perspectivas*, apresenta uma seleção de cinco artigos que abordam temas centrais para a compreensão das dinâmicas econômicas globais e dos desafios climáticos contemporâneos. O artigo de Júlia Leal explora como as assimetrias financeiras e produtivas restringem a autonomia macroeconômica da China, destacando as limitações enfrentadas pelos países do Sul Global em um sistema internacional dominado pelo capital especulativo e pela hegemonia dos Estados Unidos. Já o texto de Bruno Mader Lins e Eduardo Mantoan analisa os fatores internos e externos que levaram à forte desvalorização do real em 2024, com atenção especial ao papel do Banco Central na política cambial em um cenário de incertezas globais e políticas monetárias restritivas no exterior.

Adriano Vilela Sampaio, por sua vez, examina as respostas dos bancos centrais de Brasil e México durante a pandemia de Covid-19, questionando se a escolha de intervenções limitadas no mercado cambial foi uma estratégia deliberada ou reflexo da subutilização dos instrumentos disponíveis no sistema de segurança financeira global. Emanuel H. P. Santos aborda os desafios do sistema creditício na transição verde, enfatizando o papel dos bancos de desenvolvimento, como o BNDES, em fornecer liquidez para setores estratégicos que sofrem com a falta de interesse privado, além de apontar os riscos de uma transição descoordenada. Gustavo Teixeira F. Silva discute as profundas transformações necessárias no setor energético para alcançar a descarbonização, destacando a importância do planejamento estatal e de políticas industriais para impulsionar a produção de tecnologias limpas e garantir a segurança energética.

Além dos artigos, esta edição inclui uma resenha crítica do filme "*Ainda Estou Aqui*", de Walter Salles, escrita por Paulo Gonzaga M. de Carvalho. A resenha analisa como a adaptação do livro de Marcelo Rubens Paiva resultou em um filme que combina profundidade emocional e impacto visual, ao mesmo tempo em que aborda questões históricas e políticas com grande sensibilidade.



Ao longo dos últimos cinco anos, o Boletim FINDE tem sido um espaço essencial para a disseminação de ideias e análises que dialogam com os grandes desafios econômicos e climáticos do Brasil e do mundo. Esta edição reafirma esse papel ao trazer contribuições que não apenas aprofundam a compreensão de fenômenos econômicos e sociais, mas também ajudam a moldar debates críticos sobre o futuro da sustentabilidade e da economia global.

Boa leitura e boas festas!



Os impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na China

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

3

Historicamente, os países possuem diferentes arranjos macroeconômicos e, desde a formação do atual Sistema Monetário Internacional (SMI), após o fim de Bretton Woods, os países do Sul Global estão inseridos de forma subordinada. Esta dinâmica engendra consequências, como por exemplo, a dependência dos ciclos de liquidez internacional, dos movimentos dos fluxos de capitais e das decisões dos investidores estrangeiros. Como resultado, apresentam alta volatilidade cambial e precisam elevar constantemente suas taxas de juros para atrair capital e evitar saídas repentinas. Além disso, possuem um policy space menor para adotar uma agenda macroeconômica voltada para os objetivos domésticos.

Adicionalmente, o início da globalização financeira possibilitou a maior integração dos países, num contexto de livre mobilidade de capitais e desregulamentação dos mercados. Promoveu, também, uma disparidade entre centro e periferia, refletida nas assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva evidenciadas nas economias do Sul Global. Essas assimetrias restringem a margem de manobra dos governos nacionais, com implicações nas taxas de juros, de câmbio e crescimento econômico.

Cumprе mencionar que, após os acontecimentos que culminaram no colapso de Bretton Woods nos anos 1970, o domínio da agenda de liberalização e a consequente maior integração financeira entre os países engendraram uma nova fase da globalização, essencialmente financeira. As medidas adotadas pelos Estados Unidos para frear o enfraquecimento de sua moeda criaram outras formas de intermediação financeira, engrenagem necessária para avançar no processo de globalização, caracterizado pela dominância dos mercados de capitais em relação ao sistema de crédito comandado pelos bancos no período anterior. Nessa nova configuração, a economia norte-americana consolidou sua posição hegemônica. Isto posto, o presente artigo tem o intuito de contribuir para o debate apresentando os impactos das assimetrias financeira, macroeconômica e produtiva na China.



Assimetria financeira

A assimetria financeira é caracterizada pelos determinantes dos fluxos de capitais (Prates, 2005). Para entender este processo, é fundamental analisar os desdobramentos do fim do acordo de Bretton Woods e do maior movimento de capitais entre os países, resultado da globalização financeira. Existe, assim, uma relação desigual em termos de finanças, que reforça a disparidade entre a periferia e as demais nações, assim como gera um fluxo de receita financeira para as economias centrais. Como antecipado, o movimento dos fluxos de capitais para a periferia está associado à preferência dos investidores internacionais por ativos mais arriscados, isto é, uma busca por diversificação de risco. O Plano Brady permitiu a reestruturação da dívida externa dos países latino-americanos nos anos 1990 e, juntamente com a liberalização financeira, tornou essas nações atrativas para os fluxos de capitais. Com efeito, a periferia é mais vulnerável às oscilações na preferência pela liquidez dos investidores internacionais e, conseqüentemente, mais suscetível a crises especulativas e cambiais.

Akyüz (2011) aponta três fases importantes do movimento dos fluxos de capitais. A primeira começou no final da década de 1970, terminando com a crise da dívida da América Latina; a segunda iniciou-se nos anos 1990 com a abertura financeira dos países dessa região, cessando no final da década com as crises nos mercados emergentes; finalmente, a terceira fase começou nos anos 2000 e terminou em 2008 com a chegada da crise financeira. O ponto em comum entre os três ciclos é que seu início foi marcado pela expansão da liquidez internacional e a adoção de baixas taxas de juros pelas principais economias, especialmente a norte-americana. Já as finalizações ocorreram por razões distintas, como a mudança na política monetária dos Estados Unidos no primeiro ciclo, posteriormente as crises da dívida e o efeito contágio e, por fim, a crise do subprime e o aumento da aversão ao risco.

Vale ressaltar que a crise provocada pela eclosão da pandemia de Covid-19 teve significativas implicações para o movimento de capitais em escala global. Fatores como o fechamento das economias, o ambiente de incerteza sobre a descoberta de novas variantes e a demora para ampliar a cobertura vacinal engendraram uma queda nos fluxos financeiros internacionais. Outro evento importante foi o início do conflito entre Rússia e Ucrânia, em 2022. A economia global foi afetada pelas turbulências geradas após a invasão russa, com efeitos sobre os preços da energia e dos alimentos. Com a resposta da Ucrânia, houve uma intensa saída de capitais dos mercados emergentes e economias em desenvolvimento. As sanções impostas pelos Estados Unidos e pela



Europa – como o congelamento de parte das reservas cambiais e a exclusão dos bancos russos do SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) – apresentaram efeitos sobre toda a economia global.

De acordo com AREAER (2023), relatório publicado pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), as economias avançadas tiveram saídas líquidas de capital em 2021, com recuperação observada em 2022. Nos mercados emergentes e economias em desenvolvimento, houve saídas líquidas de capital entre 2021 e 2022, especialmente capitais mais voláteis e outros investimentos. Além disso, também houve uma queda no volume de reservas internacionais, possivelmente devido à utilização para conter movimentos acentuados na taxa de câmbio. Os fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (IED) se recuperaram nos dois grupos de países.

Assimetria macroeconômica

Através de uma análise estruturalista, Ocampo (2001) aponta que há uma relação assimétrica entre os países, na qual o centro produz choques que são absorvidos pela periferia, caracterizando os países centrais como “business-cycle/policy makers” e os periféricos como “business-cycle/policy takers”. Entende-se, desta forma, que existe uma assimetria macroeconômica, que impacta o ciclo de negócios, os preços das commodities, os fluxos de capitais e o comércio, como também reduz os graus de liberdade para a gestão da política macroeconômica dos países periféricos (Biancarelli, 2011). Assim, as políticas e as condições macroeconômicas das economias centrais determinam a trajetória dos fluxos de capitais. Por consequência, volumosas entradas de capitais engendram desequilíbrios macroeconômicos nessas nações, uma vez que estas nações utilizam esses capitais para financiar seus déficits em conta corrente, na tentativa de equilibrar o balanço de pagamentos (Akyüz, 2011).

Pode-se encontrar uma relevante contribuição no trabalho de Ocampo (2013), no qual o autor destaca as implicações do balanço de pagamentos para a dinâmica macroeconômica de curto prazo nas economias periféricas, regime conhecido como dominância do balanço de pagamentos. Dito de outra forma, o cerne desta análise está nos efeitos da transmissão dos choques externos, através do balanço de pagamentos, para o ambiente macroeconômico doméstico. A dependência dos ciclos de liquidez internacional pressiona a política macroeconômica da periferia que, consequentemente, se comporta de forma pró-cíclica, isto é, segue a mesma direção dos choques externos e afeta as taxas de juros, de câmbio e a trajetória de crescimento interno. Em síntese, essas condições reduzem a margem de manobra da política



macroeconômica e os policymakers enfrentam obstáculos para adotar medidas anticíclicas capazes de reverter este cenário.

Por sua vez, Akyüz (2018) enfatiza que alterações macroeconômicas nos países avançados impactam também o balanço patrimonial dos demais. Grande parte dos passivos externos das economias periféricas é absorvida na forma de ativos externos pelas economias centrais, enquanto os ativos externos detidos por estas nações representam passivos externos no centro. É notório, assim, que ocorrem grandes transferências de riqueza da periferia para o centro.

Vê-se, portanto, que a assimetria macroeconômica restringe o policy space da periferia, comprometendo a plena autonomia das políticas fiscal, monetária e cambial. Enquanto as economias centrais desfrutam de uma grande margem de manobra para adotar políticas anticíclicas, o mesmo não acontece com as periféricas, situação que gera efeitos deletérios no crescimento econômico. A adoção de medidas mais austeras como sinalizadores de um comprometimento fiscal baseado na “disciplina de mercado”, elevadas taxas de juros utilizadas para atrair capitais externos e a adesão a regimes de metas de inflação são traços comuns nessas nações. O mais adequado seria resgatar a autonomia para adotar políticas macroeconômicas anticíclicas e de caráter desenvolvimentista.

Assimetria produtiva

Paula et al. (2024) preconizam que as economias periféricas também enfrentam uma assimetria produtiva. Existem, assim, diferentes graus de subordinação entre estas nações, que estão relacionados com a sua integração financeira internacional e com o tipo de estrutura produtiva. Os países latino-americanos – que possuem uma pauta exportadora majoritariamente baseada em commodities – incorporam pouco progresso técnico e sua estrutura produtiva é composta por bens básicos, com pouca complexidade, além de serem dependentes da entrada de fluxos externos. O oposto ocorre com os países asiáticos de maior dinamismo econômico – exportadores de produtos manufaturados com alto valor agregado – uma vez que a diversidade da pauta exportadora engendra posições fortes no seu balanço de pagamentos e reduz a necessidade de capital estrangeiro.

Cabe esclarecer que o pensamento estruturalista da CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe) é fundamental para entender as especificidades presentes nos países latino-americanos e as implicações da assimetria produtiva. De acordo com Prebisch (1949[2000]), a divisão internacional do trabalho se caracteriza por uma



dicotomia na qual a periferia concentra sua produção em bens primários e, o centro, em bens manufaturados. A América Latina, como parte da periferia, possui uma pauta exportadora majoritariamente composta por alimentos e matérias-primas. A conclusão do autor é que a industrialização é o caminho para que os países especializados na produção de matérias-primas possam superar a inserção subordinada e periférica no comércio internacional. Nesse sentido, uma importante contribuição é o conceito de deterioração dos termos de troca que, em oposição à tese de vantagens comparativas, sustenta que a produtividade na indústria cresce mais rápido do que a produtividade do setor primário, resultando em uma tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca, em decorrência da maior elasticidade de renda de longo prazo dos produtos manufaturados em comparação com os produtos primários, o que faz com que as economias centrais não só retenham os frutos do seu progresso técnico como se apropriem do modesto progresso técnico da periferia.

Outro ponto a se destacar é que a combinação entre abertura comercial e apreciação cambial acarretou um processo de desindustrialização em alguns países latino-americanos. Fritz et al. (2022) ressaltam que a taxa de câmbio precisa ser competitiva para equilibrar os aumentos salariais acima dos aumentos de produtividade, a fim de evitar uma queda do emprego em setores intensivos em mão de obra com alta produtividade e, assim, não desencadear um processo de desindustrialização prematura.

De fato, a apreciação do câmbio, superior ao nível competitivo, pode afetar negativamente a estrutura produtiva dos países periféricos. Outro fator adicional é o fenômeno da doença holandesa, que estaria associado a uma pauta exportadora predominantemente composta por recursos naturais, com impacto negativo sobre o setor industrial. A doença holandesa é um desdobramento da presença de recursos naturais abundantes e apreciação do câmbio, que levam um país a se especializar na produção dos produtos em que possui vantagem comparativa e, com isso, a queda da participação do setor industrial afeta negativamente o crescimento econômico (Bresser-Pereira et al., 2015).

Em resumo, os países exportadores de commodities, como os da América Latina, têm uma economia pouco diversificada e complexa, costumam ter forte dependência de capital estrangeiro, um saldo volátil em conta corrente e são dependentes do ciclo das commodities. Ou seja, dentro do grupo da periferia, os países latino-americanos são mais afetados pelas assimetrias do que os asiáticos (Paula et al., 2024). Faz-se



necessário evitar a apreciação da moeda nacional além do nível competitivo, buscando uma conta corrente equilibrada como forma de reduzir a vulnerabilidade externa e os efeitos negativos no ambiente macroeconômico (Fritz et al., 2022).

Os impactos das assimetrias na China

Assimetria financeira

A China iniciou seu processo de abertura de forma gradual no final dos anos 1970 e, ao longo dos anos, foi permitindo a entrada de investimentos estrangeiros ao reduzir controles de capital, mas sem eliminá-los de forma total. Houve uma transformação do sistema financeiro chinês, quando os bancos estatais passaram a adotar práticas comerciais, o controle sobre a taxa de juros foi reduzido e surgiu o financiamento baseado no mercado. Adicionalmente, a estratégia de abertura gradual permitiu a entrada de investimentos externos nas cadeias produtivas consideradas mais dinâmicas. Vale notar que esse movimento ocorreu paralelamente ao avanço da globalização financeira que, no caso da China, favoreceu a acumulação de capital e o desenvolvimento da economia doméstica. Isto porque a presença do Estado permaneceu firme na supervisão das principais variáveis macroeconômicas, bem como sobre o sistema financeiro chinês. Vê-se, portanto, que o planejamento estratégico foi o cerne do sucesso da abertura da economia chinesa.

Sun (2024) entende que as reformas e a abertura foram cruciais para o desenvolvimento da economia chinesa, permitindo a integração no processo de globalização. Nas palavras da autora: “Since 1979, China has opened its doors to the world, recognising and encouraging foreign investment in domestic economic construction.” (Sun, 2024, p. 3). Em paralelo, como mostra Neto (2005), a primeira fase das reformas também contou com a formação das chamadas Zonas Econômicas Especiais (ZEE), cujo objetivo era atrair investimentos externos para a China e, assim, iniciar o processo de abertura da economia. As ZEE se encontravam estrategicamente situadas nas zonas costeiras, próximas a Hong Kong e Taiwan, e o governo optou por priorizar o desenvolvimento dos ramos industriais nessas regiões, com o intuito de facilitar a integração da economia doméstica com o comércio internacional.

Com efeito, as ZEE faziam parte da política de comércio exterior adotada na China, cujo objetivo era proteger o mercado interno e impulsionar as exportações. Assim, o governo chinês atuou fortemente para atrair investimentos estrangeiros para o setor produtivo das ZEE e impulsionar as exportações. Como resultado, o lado costeiro atraiu

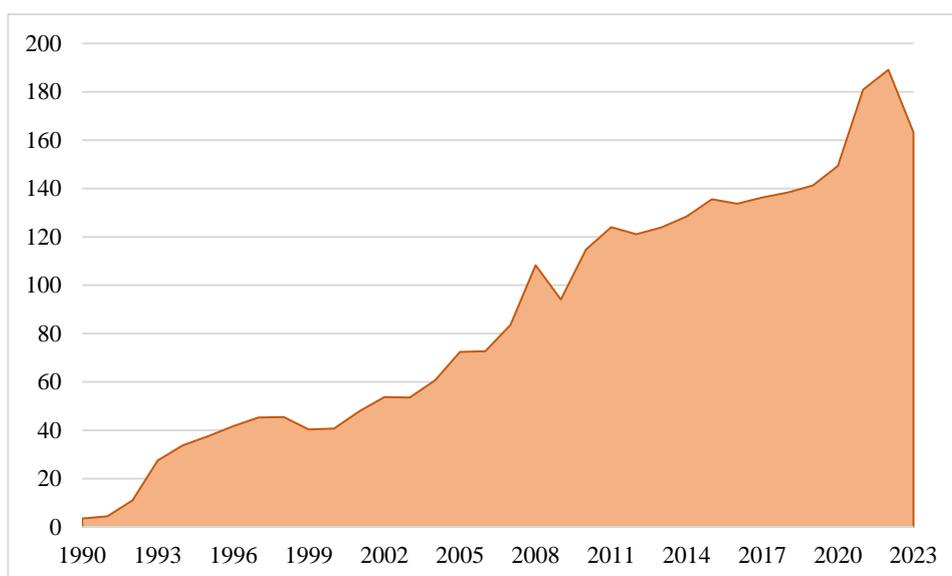


grande parte do volume de IED, enquanto as regiões central e ocidental receberam uma pífia parcela.

O gráfico 1 mostra a evolução da entrada (*inward*) de fluxos de IED na China. É notório que esses fluxos se intensificaram a partir de 1990, especialmente devido ao avanço da globalização financeira e ao maior movimento de capitais entre os países. Não obstante, houve uma ligeira queda no final dos anos 1990 decorrente dos efeitos da crise asiática. Posteriormente, a tendência de crescimento foi retomada, beneficiada por fatores como o maior dinamismo das exportações, entrada na Organização Mundial do Comércio (OMC) e boom das commodities. Os dados refletem também outro momento de queda, resultado da crise financeira de 2008, seguido de uma nova ascensão dos fluxos de IED.

Surpreendentemente, os dados mostram um expressivo aumento dos fluxos de IED na China no contexto adverso provocado pela pandemia. Autores como Hanemann et al. (2022) sugerem que os números oficiais estão inflados por investimentos de curto prazo que, na verdade, foram registrados como IED, ao invés de investimentos de portfólio ou outros investimentos. Desta forma, as estatísticas oficiais apontam para uma posição chinesa de maior receptora de IED em 2020. Vale lembrar que a China adotou rígidos controles de capital sobre os tipos mais voláteis, como investimentos de portfólio e de curto prazo, priorizando a entrada de IED para estimular as exportações, a capacidade produtiva e, conseqüentemente, a economia nacional.

Gráfico 1: Fluxos de IED para a China US\$ bilhões – preços correntes (1990-2023)



Fonte: UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development).



Elaboração própria.

Em síntese, a China se inseriu de forma gradual na globalização financeira, permitindo paulatinamente a entrada de investimentos estrangeiros, mas sempre sob a forte supervisão do Estado. Como visto, as reformas econômicas foram o cerne da integração da economia chinesa ao mercado global e a entrada de IED foi fundamental para estimular a concorrência, ampliar a capacidade produtiva e impulsionar as exportações. Vê-se, portanto, que a China é pouco afetada pela assimetria financeira, pois sua integração financeira internacional ocorreu de forma controlada, com pouco impacto sobre o policy space. Além de ser um importante receptor de IED, que é um tipo de capital menos volátil, seus ativos externos são maiores que os passivos, pois consegue acumular um volume significativo de reservas cambiais, decorrentes de superávits na conta corrente.

10

Assimetria macroeconômica

Como analisado por Saich (2004) e Naughton (2007), a unificação do regime cambial, em 1994, teve o intuito de facilitar a entrada da China na OMC, mas este processo ocorreu de forma lenta e foi apenas em dezembro de 2001 que a adesão se consolidou. Para tanto, o país precisou aceitar um amplo conjunto de compromissos regulatórios a fim de se adequar aos padrões internacionais. Como parte do acordo assinado com os Estados Unidos e a União Europeia, critérios prudenciais substituíram os nacionais. Com efeito, a entrada na OMC representou um importante passo na abertura da economia chinesa e sua integração financeira internacional. Não obstante, a China adotou um robusto aparato regulatório para proteger a economia doméstica dos efeitos da maior atuação de empresas multinacionais.

Portanto, observa-se que, para ingressar na OMC, o governo chinês permitiu a abertura do sistema financeiro doméstico ao capital externo e passou a integrar as cadeias de valor global, buscando aprofundar as reformas do setor financeiro com o intuito de protegê-lo da concorrência com os bancos estrangeiros. Desta forma, a adesão da China à OMC acelerou o processo de globalização no país, além de reduzir ainda mais as tarifas de exportação e importação. Segundo Leão (2012), o estreitamento das relações políticas entre a China e os Estados Unidos permitiu elevados volumes de investimento e comércio de empresas norte-americanas no mercado chinês, assim como a ampliação da aquisição de títulos da dívida norte-americana pela China.



Cumpramos ressaltar que o controle de capitais é inerente à postura adotada pela China de proteger sua economia doméstica e manter seu *policy space*, em especial a autonomia de sua política monetária. Desta forma, apesar da abertura gradual promovida a partir dos anos 1970 e do estímulo à entrada de capitais, o governo chinês não dispensa a minuciosa supervisão sobre o sistema financeiro e câmbio. De fato, Shi (2023), preconiza que, durante os anos de 1980 e 1990, o governo chinês estimulou a entrada de IED, mas controlando as saídas de capital privado como forma de manter o gerenciamento do Estado sobre o setor bancário doméstico. Como observa Neto (2005), o governo manteve o controle sobre os tipos mais voláteis de capitais externos e fortaleceu as exportações, visando o acúmulo de divisas cambiais. Esta postura, juntamente com a expansão das importações, mostrou-se profícua na manutenção da estabilidade econômica, mesmo diante da maior mobilidade de capitais oriundos dos mercados financeiros internacionais.

Com as crises especulativas nos mercados emergentes no final dos anos 1990, o governo chinês intensificou os controles de capital para evitar possíveis choques especulativos no mercado de câmbio. Não obstante, a China vem aumentando as concessões para que esse regime seja mais flexível. A partir dos anos 2000, começou a reduzir ainda mais as barreiras à entrada de IED, mas manteve as restrições a outros tipos de capital. Como resultado, o IED tem sido o principal tipo de capital a entrar na economia chinesa. Prosseguindo, a partir de 2010, começaram a ser liberados empréstimos bancários, outros investimentos e entradas de carteira.

Em resumo, a despeito de algumas permissões dadas à entrada de investimentos estrangeiros, a China controla severamente seu sistema financeiro, exigindo requisitos de capital e licenças para a atuação de instituições financeiras. Controla, também, a conta financeira, como forma de proteger a economia doméstica de choques especulativos, manter a estabilidade de sua taxa de câmbio e seu *policy space*. Sobre a taxa de câmbio, o governo chinês administra para dinamizar as exportações e conter a volatilidade, atuando plenamente no mercado cambial para garantir a estabilidade de sua moeda. Em conclusão, essas medidas se mostram efetivas para que a economia chinesa seja menos afetada pela assimetria macroeconômica e, desta forma, consiga manter seu *policy space*.

Assimetria produtiva

Como se sabe, as exportações são fundamentais para estimular a produção nacional e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Nesse sentido, a evolução das exportações se constitui como um dos alicerces da integração internacional da China.



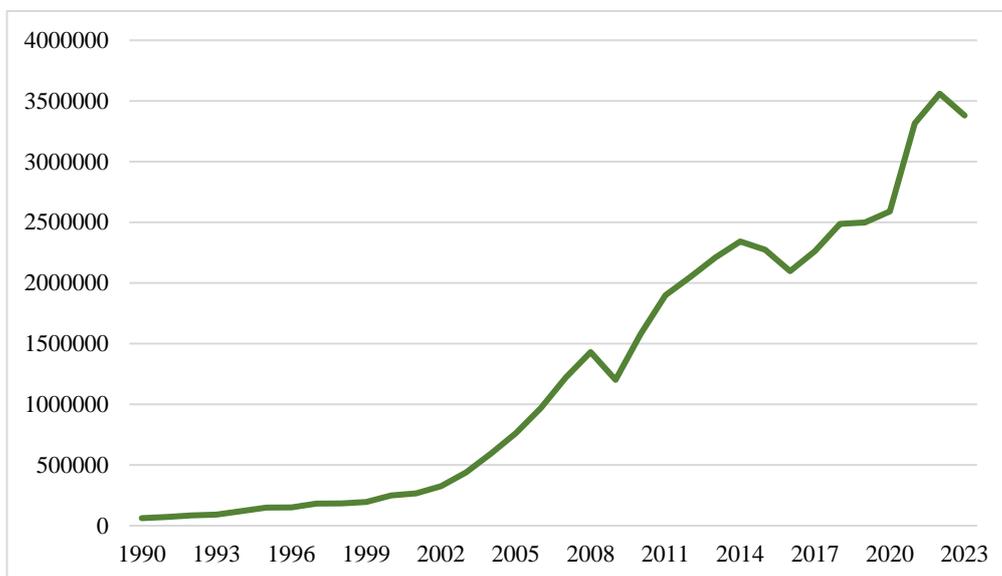
Medeiros (1999) aponta que um fator crucial para o maior dinamismo das exportações foi a desvalorização da moeda chinesa em 1984, estabelecendo um mercado dual de câmbio. Ou seja, havia o câmbio oficial, determinado por uma taxa flutuante, e um mercado de swaps, cujo acesso era restrito às empresas das ZEE e a taxa de câmbio era ainda mais desvalorizada. Já Sun (2024) mostra que, em 1985, o governo adotou a política de desconto no imposto de exportação e importação. Anos depois, em 1994, o sistema tributário foi reformulado, permitindo a redução da carga tributária para as empresas exportadoras. Assim, essas medidas contribuíram para a maior competitividade das exportações chinesas.

De acordo com Medeiros (2013), o cerne desse maior dinamismo está na integração com as cadeias produtivas da indústria de tecnologia da informação e da indústria leve (que produz manufaturas ou transforma matéria-prima em bens de consumo final). A primeira teve início na década de 1990, com a entrada de investimentos de outras regiões asiáticas nas ZEE, cujo objetivo era fomentar as exportações para os Estados Unidos e demais países da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico). Por sua vez, a segunda cadeia recebeu um menor volume de investimentos externos, abrindo espaço para a maior participação das empresas chinesas. Observa-se, assim, que a estratégia da China foi concentrar sua pauta de exportações em bens mais complexos, como máquinas e eletrônicos, reduzindo a parcela destinada a manufaturas voltadas para o consumo final e que possuem menor valor agregado.

O gráfico 2 oferece um panorama sobre o crescimento das exportações chinesas nos últimos anos. Observa-se que os valores foram crescendo ao longo dos anos 1990, devido às ações do governo já discutidas anteriormente. Na década seguinte, houve um crescimento exponencial, impulsionado pela maior integração da China ao comércio internacional. Por sua vez, os dados mais recentes divulgados pelo Observatory of Economic Complexity (OEC) mostram que, em 2022, a China exportou um total de US\$ 3,73 trilhões e se tornou o principal país exportador do mundo, sendo os Estados Unidos o destino principal. Dentre os principais produtos exportados, destacam-se equipamentos de transmissão (7,3%), circuitos integrados (5,69%) e computadores (4,85%). A figura 1 ilustra essas informações.



Gráfico 2: Valor total das exportações da China US\$ milhões (1990-2023)



Fonte: National Bureau of Statistics of China. Elaboração própria.

Figura 1: Composição das exportações da China em 2022



mais afetadas pelos ciclos de liquidez e absorvem os choques produzidos pelas economias centrais. Na assimetria produtiva, o destaque está nos diferentes tipos de estrutura produtiva, ou seja, países latino-americanos incorporam pouco progresso técnico e possuem uma pauta exportadora composta por commodities, sendo assim, mais dependentes de capital externo e mais vulneráveis que os países do Leste Asiático.

Em síntese, as economias do Sul Global utilizam elevadas taxas de juros para atrair capitais externos e compensar o baixo prêmio de liquidez de suas moedas. A dinâmica doméstica é fortemente afetada pelos ciclos de liquidez internacional e suas taxas de câmbio refletem as decisões dos investidores globais. Estes fatores consolidam a posição subordinada dessas nações no atual SMI, uma vez que existe um forte componente de inércia que impede mudanças rápidas na estrutura do sistema. Torna-se claro que controles de capitais precisam ser utilizados para proteger a macroestrutura doméstica dos países, principalmente do Sul Global, que são mais vulneráveis aos ciclos de liquidez internacional.

A China optou por uma abertura gradual e, assim, foi se inserindo gradativamente na globalização financeira. Observa-se que a abertura gradual e controlada permitiu que a integração internacional ocorresse de forma benéfica, absorvendo as vantagens da entrada de capitais externos (especialmente IED) e protegendo a autonomia das políticas macroeconômicas domésticas. Para tanto, o papel atuante do Estado foi fundamental, especialmente no controle da entrada de capitais especulativos e no estímulo às exportações.

Como conclusão, que a China é pouco afetada pelas três assimetrias, devido à adoção de controles de capital, papel atuante do Estado e uma pauta exportadora diversificada. Estes fatores se mostram profícuos na manutenção do policy space, bem como da autonomia da política monetária. Após décadas de crescimento acelerado, a China optou por priorizar uma agenda mais sustentável, voltada para um crescimento moderado ancorado na inovação e inclusão social, estratégia conhecida como new normal.

Referências

Akyüz, Y. Capital flows to developing countries in a historical perspective: will the current boom end with a bust? *South Centre Research Paper*, n. 37, mar. 2011.

Akyüz, Y. External balance sheets of emerging economies: Low-yielding assets, high-yielding liabilities. *PERI Working Papers Series* no. 475, Dezembro 2018.



AREAER. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2022*.
Jul. 2023. Disponível em:
[https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798400235269/9798400235269.xml?co
de=imf.org](https://www.elibrary.imf.org/display/book/9798400235269/9798400235269.xml?co
de=imf.org)

Biancarelli, A. M. Brazil, developing economies and private international capital flows:
the (new) challenges in the post-crisis scenario. In: *Research Network Macroeconomics
and Macroeconomic Policies (FMM): 'From crisis to growth? The challenge of
imbalances, debt, and limited resources'*, 15., Berlim, out. 2011.

Bresser-Pereira, L. C.; Oreiro, J. L.; Marconi, N. *Developmental Macroeconomics as a
Growth Strategy*. Abington: Routledge, 2015.

Fritz, B.; Paula, L. F.; Prates, B. Developmentalism at the periphery: addressing global
financial asymmetries. *Third World Quarterly*, mar. 2022. DOI:
10.1080/01436597.2021.1989299

Hanemann, T.; Witzke, M.; Yu, Y. Cutting Through the Fog: FDI in China Since COVID-
19. *Rhodium Group*, dez. 2022. Disponível em: [https://rhg.com/research/cutting-
through-the-fog/](https://rhg.com/research/cutting-
through-the-fog/). Acesso em: 15/10/2024.

Leão, R. P. A Economia Política da Transição Chinesa no Último Quartel do Século XX.
Revista Tempo do Mundo, vol. 4, n. 3, p. 153-177, 2012.

Medeiros, C. A. Economia e política do desenvolvimento recente na China. *Revista de
Economia Política*, vol. 19, n. 3 (75), p. 496-516, jul.-set. 1999.

Medeiros, C. A. Padrões de investimento, mudança institucional e transformação
estrutural na economia chinesa. In: Bielschowsky, R. (Org.). *Padrões de
desenvolvimento econômico (1950–2008): América Latina, Ásia e Rússia*. Volume 2.
Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos (CGEE), cap. 9, p. 435-490, 2013.

National Bureau of Statistics of China. *National data*. Disponível em: <
<https://data.stats.gov.cn/english/easyquery.htm?cn=C01>>. Acesso em: 21/10/2024.

National Development and Reform Commission. The 13th Five-Year Plan: for economic
and social development of the People's Republic of China (2016-2020). Central
Compilation & Translation Press, 2016. Disponível em: <
<https://en.ndrc.gov.cn/policies/202105/P020210527785800103339.pdf>>. Acesso em:
24/10/2024.



Naughton, B. *The Chinese Economy: Transitions and Growth*. Massachusetts: MIT Press, 2007.

Neto, A. M. Dilemas do desenvolvimento na China: crescimento acelerado e disparidades regionais (da Revolução Comunista à Globalização). *Texto para Discussão IPEA*, n. 1126, outubro, 2005.

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

Ocampo, J. A. Balance of Payments Dominance: Its Implications for Macroeconomic Policy. *Initiative for Policy Dialogue (IPD)*, Working Paper Series, out. 2013.

OECD. Exportações da China por valor comercial. *OECD historical data*, 2022. Disponível em: <https://oec.world/en/profile/country/chn?depthSelector1=HS4Depth&tradeScaleSelector1=tradeScale0>>. Acesso em: 20/10/2024.

Paula, L. F.; Leal, J.; Ferreira, M. Financial subordination of peripheral emerging economies: a Keynesian–Structuralist approach. *Review of Keynesian Economics*, v. 12, n. 1, p. 94–117, 2024.

Prates, D. M. As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional. *Revista Economia Contemporânea*, v. 9, n. 2, p. 263-288, mai./ago. 2005.

Prebisch, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus principais problemas, In: Bielschowsky, R. (Org.). *Cinquenta anos de pensamento na CEPAL*. Trad. Vera Ribeiro. Rio de Janeiro: CEPAL/COFECOM/Record, v.1, p. 69-136, 1949[2000].

Saich, T. *Governance and Politics of China*. Hampshire e Nova York: Palgrave MacMillan, 2ª edição, 2004.

Shi, Y. Is China financialised? The significance of two historic transformations of Chinese finance. *New Political Economy*, p. 1-16, 2023. <https://doi.org/10.1080/13563467.2023.2253158>

Sun, J. The Impact of Globalization on Chinese Economy. *SHS Web of Conferences*, vol. 193, 2024. <https://doi.org/10.1051/shsconf/202419301014>

UNCTAD. Foreign direct investment: Inward and outward flows and stock. *UNCTAD statistical portal*, ago. 2024. Disponível em:



<https://unctadstat.unctad.org/datacentre/dataviewer/US.FdiFlowsStock>. Acesso em
17/10/2014.



Dólar Alto no Governo Lula: Uma Análise da Atuação do BCB na Política Cambial

Eduardo Mantoan – Doutorando de Economia na UFRJ e pesquisador do FINDE/UFF

Bruno Mader Lins – Doutorando de Economia na UFRJ

Em novembro de 2024 a taxa de câmbio sendo fechou o mês negociada a R\$ 6,01 frente ao dólar estadunidense, valor superior ao pico de R\$ 5,85 registrado na pandemia, em maio de 2020. A moeda brasileira enfrenta no ano de 2024 mais um forte movimento de desvalorização, acompanhando o mesmo movimento das moedas soberanas das principais economias do mundo. No entanto, considerando desde o início do ano, e especialmente nos últimos meses, este movimento de desvalorização cambial foi mais proeminente nas economias emergentes em comparação com as economias desenvolvidas. Este fato é esperado que aconteça, dada a baixa liquidez destas moedas e suas posições na hierarquia internacional das moedas (Paula *et al*, 2024). Ou seja, no contexto da inserção assimétrica destas economias no sistema financeiro internacional e da maior preferência por liquidez, os fluxos de capitais tendem a migrar ou retornar para ativos denominados em dólares estadunidenses, em busca de segurança.

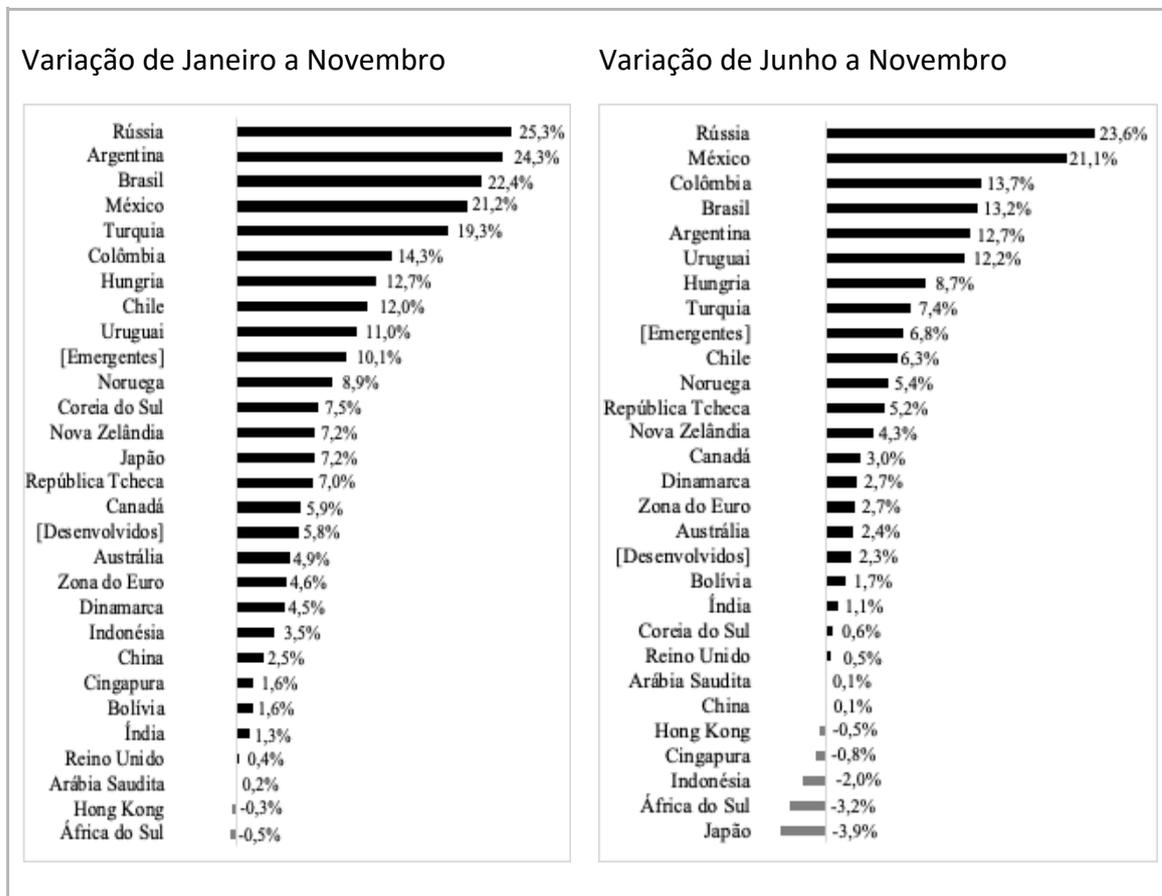
Este movimento de depreciação global das moedas ocorre devido aos juros ainda em níveis historicamente altos nos EUA e na Europa, às incertezas decorrentes do processo eleitoral norte-americano e às projeções de desaceleração das economias europeias. Esses fatores levam investidores a buscar a segurança do dólar, desestimulando a alocação de recursos em outras moedas. Somado a isso, o presidente estadunidense eleito a tomar posse em janeiro, Donald Trump, está defendendo medidas que despertaram maiores incertezas na economia global, prolongando o estado de cautela nas decisões dos investidores internacionais. Dentre estas medidas, a promessa de deportação de imigrantes e maiores tarifas comerciais criam a expectativa de maior pressão inflacionária nos EUA, fazendo a política monetária do Federal Reserve continuar restritiva por mais tempo.

No Gráfico 1 é ilustrada a variação da taxa de câmbio de diversas economias entre janeiro e novembro e a variação desde junho. As moedas das 17 economias emergentes desse grupo depreciaram, em média, 10,1% no ano frente ao dólar estadunidense e 6,8% em média, respectivamente. Destas, destaque a moeda da Rússia, que trava uma guerra com a Ucrânia, a moeda da Argentina, que atravessa uma



forte crise econômica, e a moeda do Brasil, em terceira posição, ainda que esteja apresentando forte expansão econômica e inflação em níveis historicamente baixos.

Gráfico 1: Variação das Principais Moedas frente ao Dólar (US\$) em 2024 (%)



Fonte: Yahoo Finance. Elaboração própria com dados de fechamento.

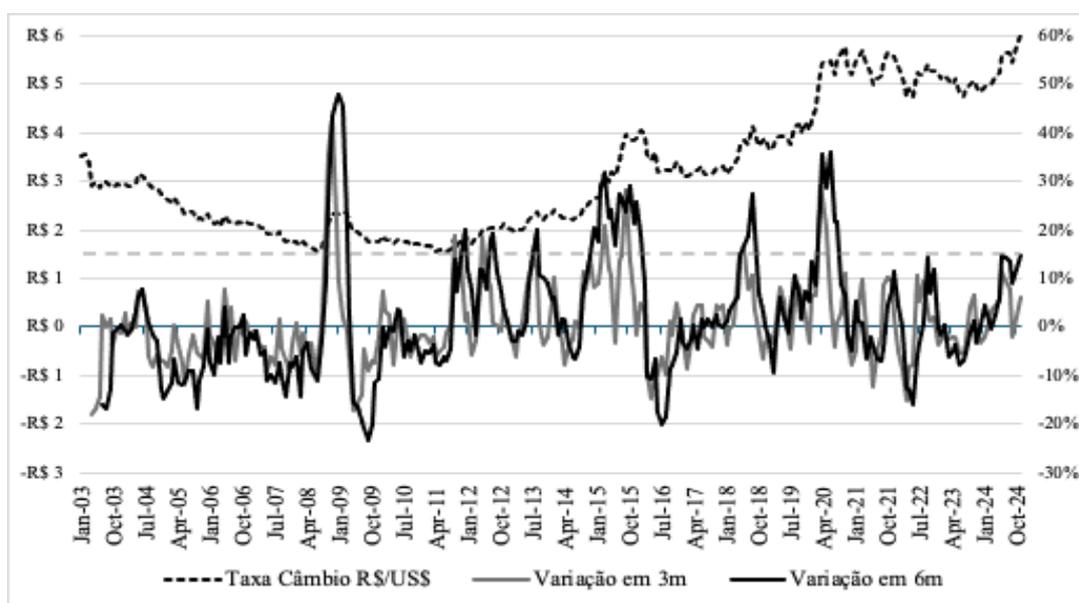
A expressiva desvalorização do Real e a inflação

O movimento conjunto de desvalorizações cambiais neste ano de 2024 torna explícito o caráter cíclico do fluxo de capitais e de liquidez internacional, onde as moedas de algumas economias são mais afetadas e outras menos. Conforme apontado por Aidar e Braga (2020), estes ciclos, em geral, são condicionados mais por fatores externos, como a liquidez internacional, do que fatores domésticos. Ainda assim, ao comparar o Brasil com outras economias, observa-se um destaque negativo para o Real. A moeda brasileira apresenta uma desvalorização acumulada de 13,2% desde junho e 22,4% no ano, denotando seu contexto cambial disfuncional e adverso.



No Gráfico 2 observa-se a evolução da taxa de câmbio do real brasileiro frente ao dólar estadunidense e nas linhas contínuas cinza e preta é ilustrado sua variação acumulada de três e seis meses, respectivamente. Destaca-se neste gráfico que o atual movimento de desvalorização já alcançou níveis poucas vezes registrados, nesta série histórica que se inicia em 2003. Estes dados sugerem que a moeda brasileira enfrenta um movimento de desvalorização relevante diante do atual ciclo de liquidez internacional.

Gráfico 2: Taxa de Câmbio nominal (R\$/US\$) e sua Variação Acumulada em 3 e 6 meses (%)



Fonte: SGS/BCB (série 1). Elaboração Própria.

A implicação direta desse movimento de desvalorização da moeda brasileira são as pressões inflacionárias, conhecidas pelo conceito *pass-through*. Esse fenômeno ocorre devido à importância das importações e exportações de bens intermediários e finais na economia brasileira, o que faz com que haja um repasse aos preços domésticos devido à valorização do dólar. Com o movimento se prolongando por meses, as empresas reajustam seus contratos de demanda de insumos e oferta de bens, além de precisarem reajustar seus serviços de dívidas, quando possuem dívidas em outras moedas. Mesmo que grande parte das empresas estejam protegidas por hedge em seus contratos, o *pass-through* ocorre lentamente.

Os repasses nos preços apresentaram seus primeiros sinais na economia, na medida em que pressiona principalmente o preço dos alimentos e combustíveis, e foi um dos principais fatores responsáveis pelo aumento do IPCA mensal de outubro, que registrou alta de 0,56%, e do IPCA-15 mensal de novembro, que registrou alta de



0,62%, por exemplo. Este processo de pressão inflacionária continuará pressionando os preços nos próximos meses, colocando em risco o cumprimento da meta de inflação pelo Banco Central do Brasil para o ano de 2024 e para o ano de 2025.

Solução? O aumento da taxa Selic e enfraquecimento da Política Cambial

Com a inflação pressionada e desviando da meta de inflação também por motivo do repasse cambial leva a autoridade monetária a reconduzir um ciclo de aumentos da taxa básica de juros, a Selic, se elevando de 10,5% em agosto para 11,25% em novembro e prestes a terminar o ano em 12%, se se confirmar as projeções para a última reunião do ano do Copom. Este conjunto de situações revelam o dilema com o qual a autoridade monetária se deparou, já que ao se deparar com a desvalorização cambial, as possibilidades de atuações em poder do Banco Central e as consequências iriam ditar os rumos da inflação e da política monetária.

Essa situação ocorre porque o Banco Central optou por praticamente cessar novas intervenções cambiais, o que gerou pressões inflacionárias e ampliou as incertezas na economia devido à ausência de uma orientação clara sobre a política cambial. Em vez disso, priorizou exclusivamente o aumento dos juros como única ferramenta de combate à inflação, desconsiderando o impacto do pass-through cambial. Assim, a decisão de não intervir no câmbio contribuiu para o aumento da inflação, que, por sua vez, foi usada como justificativa para manter juros elevados. Como resultado, em novembro de 2024, o Brasil figurava como o terceiro país com os maiores juros reais, atrás apenas da Turquia e da Rússia.

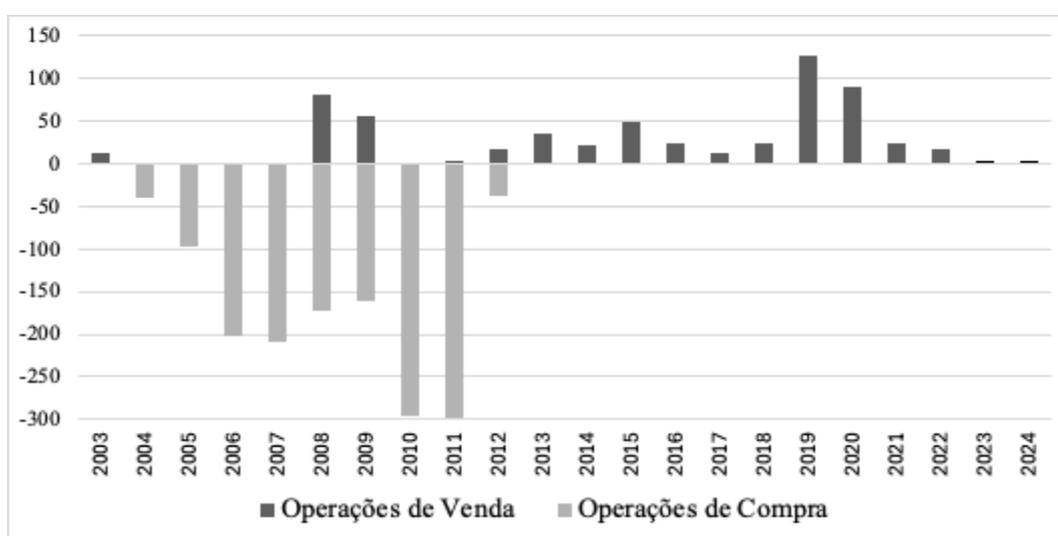
As ferramentas do Banco Central para a Política Cambial

O cenário de repasse cambial e pressão inflacionária trouxe à tona o debate público sobre o papel do Banco Central na política cambial e suas ferramentas de intervenção. Essa política oferece diversas possibilidades, incluindo a negociação de ativos e contratos pelo BC no mercado e, eventualmente, propostas do governo para alterar a legislação sobre controle de capitais. No entanto, as ações com impacto mais imediato no mercado de divisas são estas que dependem do BC, que atua tanto no mercado à vista quanto no mercado futuro. Assim, as ferramentas de gerenciamento cambial podem ser divididas em dois grupos principais: intervenções no mercado à vista, que utilizam as reservas internacionais, e intervenções no mercado futuro, realizadas principalmente por meio de contratos de *Swaps* Cambiais.



As atuações da autoridade monetária no mercado à vista são historicamente expressivas tanto em volume monetário negociado como em quantidade de operações. No Gráfico 3 é ilustrado a evolução da quantidade de operações de intervenções desde 2003 a novembro de 2024 e suas tendências. Durante a década de 2000 houve um forte movimento de compras de dólares, em linha com processo reconhecido de acumulação de reservas internacionais. Já, nos anos posteriores, quando a liquidez internacional diminuiu e a taxa de câmbio no Brasil apresentou uma tendência de aumentos sucessivos, a autoridade monetária operou em todos os anos vendendo dólares no mercado.

*Gráfico 3: Quantidade de Operações de Compra e Venda de Dólares: 2003-2024**

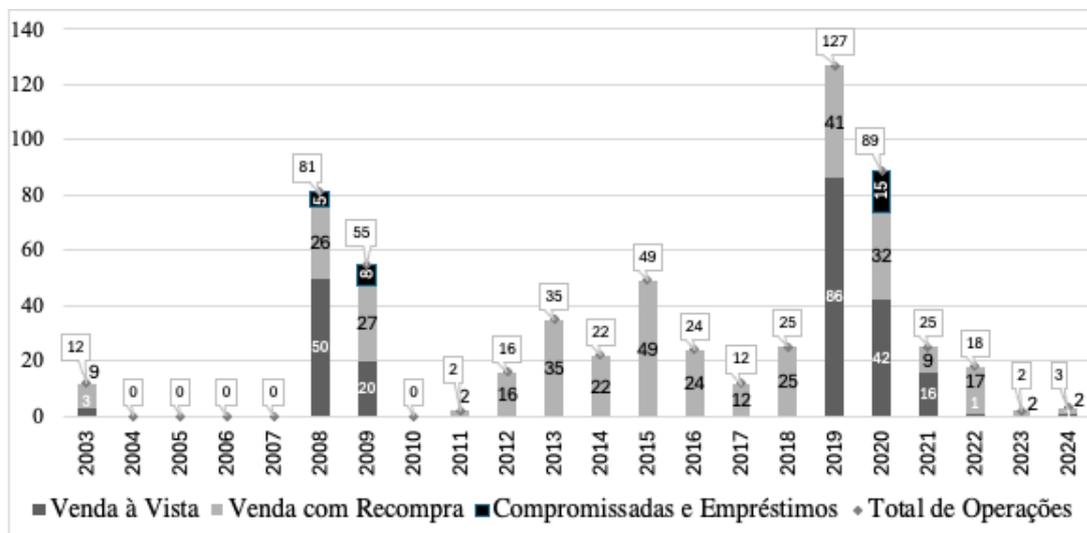


Fonte: Banco Central do Brasil (Tabela de Atuações no Mercado de Câmbio). 2024 não inclui dezembro.

Assim, considerando este grupo de atuações no mercado à vista, o Banco Central dispõe de ao menos seis instrumentos de intervenção, sendo quatro de operações de venda e dois de operações de compra. O Gráfico 4 ilustra a quantidade de operações de venda realizadas de 2003 a novembro de 2024. Ou seja, são as operações em que o Banco Central interveio para administrar movimentos de alta da taxa de câmbio, já que estas vendas de dólares injetam dólares no mercado e ou amenizam a demanda por dólares dos agentes operadores. Nota-se ter havido forte intervenção em 2008 e 2009, por conta da crise financeira mundial, em 2019, primeiro ano de governo de Jair Bolsonaro, e durante a pandemia. No entanto, os anos de 2023 e 2024 as intervenções foram raras.



Gráfico 4: Quantidade de Operações do BCB de Venda e Empréstimo de US\$: 2003-2024*

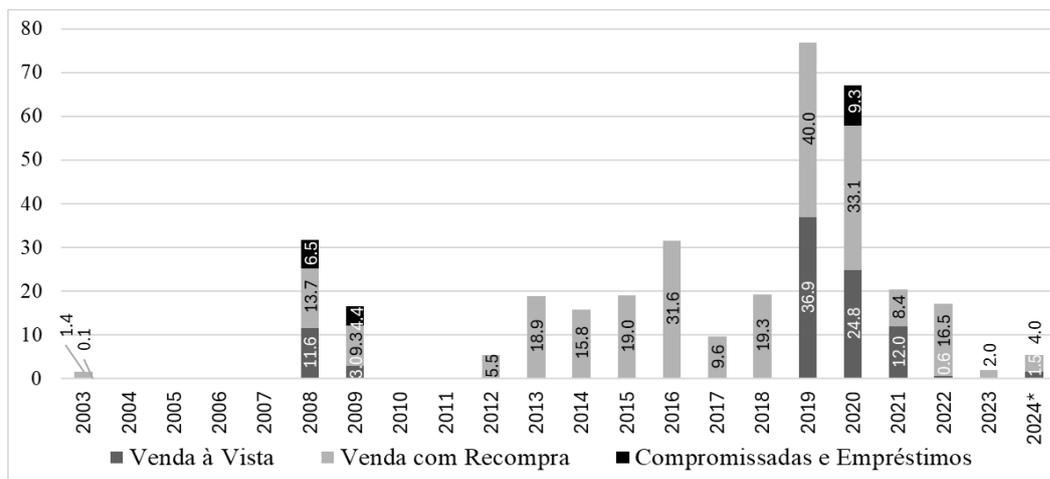


Fonte: Banco Central do Brasil (Tabela de Atuações no Mercado de Câmbio). 2024 não inclui dezembro.

Considerando a divisão por governos da república, houveram 148 intervenções de vendas no mercado à vista nos dois primeiros governos de Lula, 49 intervenções nos anos integrais do governo de Dilma Rousseff, 61 intervenções nos três anos de governo interino de Michel Temer, 259 intervenções nos governos de Jair Bolsonaro e apenas 5 nos dois primeiros anos do terceiro mandato de Lula. Ao analisar o volume dessas operações, ilustrada no Gráfico 5, nota-se que a maior parte se concentra em operações de venda com compromisso de recompra. Ou seja, é estabelecido um prazo de vencimento no contrato e os dólares retornam ao BC em forma de resgate. Além de 2008, a exceção esteve nos três anos do governo de Jair Bolsonaro, quando a autoridade monetária fez um volume expressivo de vendas diretas de dólares.



Gráfico 5: Volume de Operações do BCB de Venda e Empréstimo de US\$ (Bi): 2003-2024*

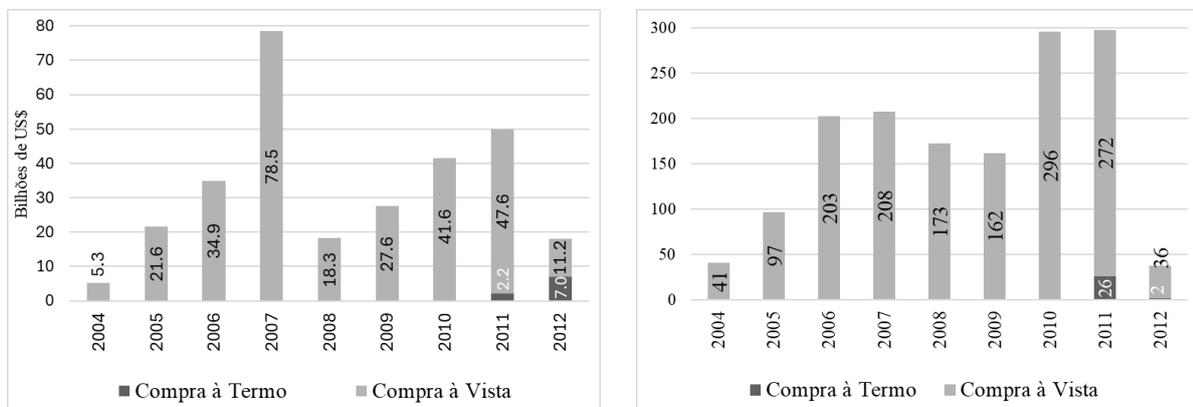


Fonte: Banco Central do Brasil (Tabela de Atuações no Mercado de Câmbio). 2024 não inclui dezembro.

O forte volume de venda de dólares em 2019 denota uma postura mais ativa do Banco Central sob a gestão de Roberto Campos Neto, indicado pelo presidente da república e empossado em fevereiro de 2019. Esse movimento mais ativo, por um lado buscou conter as pressões cambiais daquele ano, mas por outro lado colaborou para a redução das reservas internacionais do país, reduzindo de US\$ 388 bi de dólares para US\$ 356 bi neste ano. De modo inverso, quando o BC compra dólares ele pode colaborar para o aumento das reservas internacionais, isso porque há outros fatores conjuntos que determinam a variação das reservas internacionais. No Gráfico 6 é ilustrado o volume e a quantidade de operações do BCB em compras de dólares entre 2004 e 2012, único período em que houveram compras. No gráfico observa-se a forte compra de dólares em 2007, fruto do ciclo de liquidez internacional do comércio favoráveis ao Brasil.



Gráfico 6: Volume e Quantidade de Operações do BCB de Compra de US\$ (Bi): 2003-2024*



Fonte: Banco Central do Brasil (Tabela de Atuações no Mercado de Câmbio). 2024 não inclui Dezembro.

Além das compras e vendas no mercado à vista, há o segundo grupo de intervenções possíveis pelo Banco Central no mercado de câmbio, sendo aquelas em que a autoridade monetária atua no mercado futuro. Neste mercado, o BC atua leiloando contratos de *Swaps* Cambiais. Segundo Prates (2015), a atuação através de *Swaps* se transformou em uma ferramenta valiosa para a gestão da política cambial, na medida em que o mercado futuro e seus participantes exercem relevante efeito sobre a taxa de câmbio efetiva. Embora esse instrumento possa ser utilizado para administrar o nível de taxa de juros, seu principal papel é reduzir os riscos provenientes de contratos cambiais na economia e conter choques adversos contra o poder de compra da moeda soberana do país.

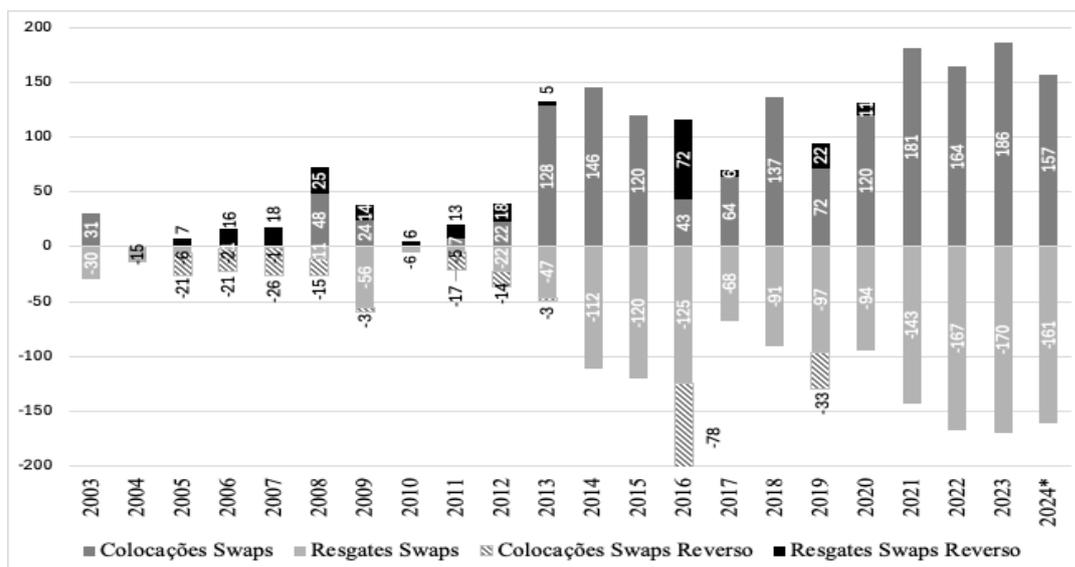
Os *Swaps* Cambiais não representam a troca de ativos que estão denominados em dólares, mas sim, a troca de taxas e rentabilidade desses ativos entre os agentes e o Banco Central. Ou seja, os *Swaps* são um derivativo financeiro que injeta dólares no mercado futuro e traz maior liquidez para esses mercados. Além disso, é um mercado com maior número de participantes, o que torna seu papel de provedor de liquidez e segurança mais ramificado na economia. Assim, todos os contratos de *Swaps* são firmados por um contrato com data de liquidação, a taxa negociada e uma data de vencimento, sendo seu efeito revertido quando os contratos se encerram e o BC resgata os valores.

Adicionalmente, o BC também pode operar com *Swaps* Reversos, aqueles que buscam conter fortes quedas da taxa de câmbio. Este tipo de instrumento é poucas vezes ofertado. No Gráfico 7 é ilustrado o volume das operações de ambos os instrumentos



de *Swaps* Cambiais e as quantias de seus resgates. Em geral, estes contratos são curtos, não ultrapassando doze meses para o valor ser resgatado. Os dados ilustram também que o volume de operações deste instrumento tem crescido nos últimos anos, revelando sua capacidade de aderência frente aos agentes econômicos como mecanismo de *hedge* cambial.

Gráfico 7: Operações do BCB com Swaps Cambiais e Resgates (US\$ Bi): 2003-2024*



Fonte: Banco Central do Brasil (Tabela de Atuações no Mercado de Câmbio). 2024 não inclui dezembro.

Desta forma, analisando os dois grupos de intervenções possíveis pelo BC, há um conjunto expressivo de ferramentas à disposição para gerenciamento da política cambial. Conforme visto, parte destas ferramentas exercem efeito imediato e permanente, utilizando os dólares em poder do BC. Por outro lado, outras ferramentas exercem efeito temporário, por se tratarem de operações com prazos de vencimento. Neste último caso, seu efeito é revertido quando os contratos se encerram, precisando a autoridade monetária fazer a rolagem desses contratos, se preciso, como é o caso de grande parte das operações de *Swaps* Cambiais. Neste sentido, cada movimento, entendido pelo fluxo de valores monetários, de intervenção via colocação de dólares e contratos e seus resgates geram efeitos distintos sobre a taxa de câmbio nominal. A tabela 1 sistematiza estes efeitos.

Tabela 1: Ferramentas de Intervenção do BCB no mercado Cambial



Quando Se Busca Conter	Direção Pretendida	Instrumento	Tipo	Efeito Quando Resgatado
Alta na Taxa de Câmbio	Apreciação do R\$ (Ferramentas injetam dólares na economia e operam na direção de redução potencial da Taxa de Câmbio)	Venda à Vista	Permanente	-
		Venda Com Recompra	Com Resgate	Depreciação do R\$ (Retiram dólares e Contratos ativos da Economia)
		Compromissada		
		Empréstimo		
		Swap Cambial		
Queda na Taxa de Câmbio	Depreciação do R\$ (Ferramentas drenam dólares na economia e operam na direção aumento potencial da Taxa de Câmbio)	Compra à Vista	Permanente	-
		Compra à Termo		
		Swap Cambial Reverso	Com Resgate	Apreciação do R\$ (Injeta dólares e contratos ativos da economia)

Fonte: Elaboração Própria.

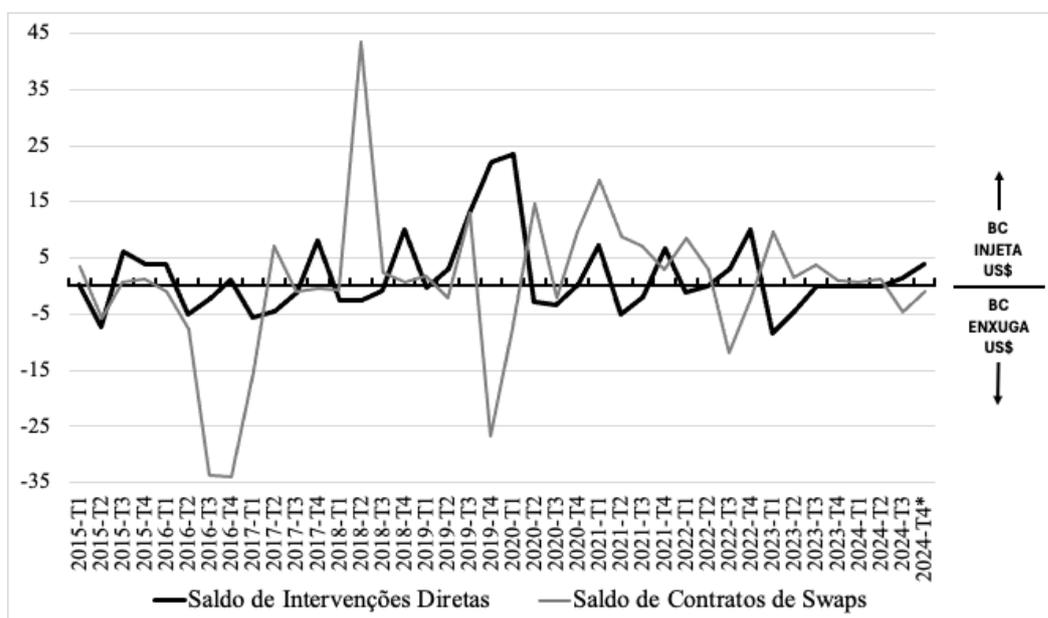
Assim, o Banco Central dispõe de oito instrumentos para atuar no mercado de câmbio. Dentre eles, os que possuem resgate futuro têm seus efeitos neutralizados ou revertidos ao serem liquidados. Por isso, torna-se fundamental analisar o saldo líquido dessas operações, pois ele revela se a intervenção é de natureza compensatória ou incremental. Como a maior parte dos contratos tem prazo curto e geralmente é renovada por rolagem, o efeito líquido capta o esforço efetivo do BC em promover a política cambial na direção pretendida.

O Gráfico 8 evidencia que o saldo líquido das atuações do Banco Central no câmbio, em geral, apresenta valores significativos ao longo dos anos, demonstrando o empenho e o compromisso da autoridade monetária em administrar a taxa de câmbio



e proteger a moeda brasileira contra choques e disfuncionalidades. Embora os Swaps Cambiais sejam frequentemente operados em grandes volumes, a análise do saldo líquido mostra que as intervenções no mercado à vista têm, historicamente, igual relevância. No gráfico, valores positivos indicam injeção de dólares ou contratos, exercendo pressão de baixa sobre a taxa de câmbio, enquanto valores negativos refletem drenagem, gerando pressão de alta.

*Gráfico 8: Saldo Líquido das Intervenções Cambiais do BCB em US\$ (Bi): 2003-2024**



Fonte: Banco Central do Brasil (Tabela de Atuações no Mercado de Câmbio). 2024 não inclui Dezembro.

Notadamente, como demonstrado no gráfico, a intervenção cambial pela autoridade monetária tornou-se mais neutra a partir de 2023, com a posse do atual governo. Além disso, em média, as poucas atuações realizadas foram na direção de reforçar a desvalorização do Real brasileiro, e não valorizá-lo. Nos últimos meses, saldo líquido de contratos de Swaps Cambiais foram mínimos, enquanto as intervenções diretas no mercado à vista — aquelas que utilizam as reservas internacionais — foram praticamente inexistentes, com exceção de pequenas intervenções realizada em setembro, de US\$ 1,5 bi, e novembro, de US\$ 4 bi. Até setembro, foram 19 meses sem intervenção no mercado à vista. O Banco Central nunca permaneceu tanto tempo sem intervir diante de um choque cambial como o que está ocorrendo em 2024.

Ademais, ao comparar os últimos meses com outros períodos de forte desvalorização, observa-se que, em todas as ocasiões de desvalorizações do Real de magnitude



semelhante ou superior, o Banco Central interveio no mercado cambial para proteger a moeda brasileira e mitigar os ciclos econômicos. Esse histórico torna, no mínimo, intrigante a decisão de não intervir nos últimos meses. Se, conforme declarado pelo atual presidente da instituição¹, a intervenção cambial se justificaria em situações de forte disfuncionalidade, isso implicaria que, ao longo dos últimos 22 anos analisados, o país teria enfrentado uma disfuncionalidade cambial permanente — que teria então sido resolvida, de forma singular, em 2023 e 2024? Esse aparente paradoxo merece reflexão mais aprofundada sobre os critérios adotados para condução da política cambial.

O resultado da (falta de) atuação da autoridade monetária

A postura passiva da autoridade monetária tem gerado resultados prejudiciais para a economia. A inércia do Banco Central em atuar no câmbio evidencia o seguinte dilema: ao enfraquecer a política cambial, o cumprimento da meta de inflação foi prejudicado e o ciclo de saída de capitais foi reforçado. Ou seja, a atual política cambial, que não suaviza os ciclos, acaba por intensificar as incertezas no mercado e a desancoragem das expectativas, estimulando a saída de capitais à medida que os agentes buscam se proteger do risco de desvalorizações mais acentuadas.

Muito longe de ser uma decisão puramente técnica, a atuação de um Banco Central, incluindo a escolha dos modelos a serem operacionalizados, envolve complexas relações políticas. Ao optar por não intervir no câmbio e focar exclusivamente na elevação da Selic como ferramenta de ajuste, a autoridade monetária sinaliza uma prioridade clara: favorecer o rentismo-financeiro em detrimento de trabalhadores e empresários. Mais especificamente, nota-se que, ao abdicar de intervenções no câmbio, a atual gestão aceita num primeiro momento uma inflação mais alta, o que reduz o poder de compra dos trabalhadores e impacta negativamente as vendas dos empresários. Posteriormente, para combater essa inflação, considera-se aceitável posicionar o Brasil entre os países com as maiores taxas de juros reais do mundo.

Uma Selic elevadíssima, por sua vez, beneficia o rentismo-financeiro, ao aumentar a remuneração dos proprietários de títulos da dívida pública, enquanto onera o orçamento do Estado. Contudo, penaliza o consumo dos trabalhadores e a capacidade

¹ Para o Presidente do BCB, Roberto Campos Neto, nos últimos meses não houve sinais de disfuncionalidades na economia que justificasse a intervenção, sendo o choque cambial resultado das falas do governo (Barella, 2024).



de investimento dos empresários, que enfrentam maiores custos de crédito para o consumo e o investimento, respectivamente. Ou seja, da aceitação da inflação via câmbio ao seu combate por meio da elevação da Selic, trabalhadores e empresários são prejudicados duplamente, enquanto os interesses do capital financeiro-rentista são privilegiados.

Implicações Macroeconômicas: crescimento econômico comprometido e maior desigualdade

31

Uma Selic elevada favorece o capital improdutivo em detrimento do produtivo, consolidando o estigma do Brasil como um paraíso da renda fixa, o que desfavorece estruturalmente os negócios que buscam arriscar e investir na economia real. Afinal, qualquer novo empreendimento precisa, desde o início, oferecer retornos significativamente superiores aos da Selic para ser visto como viável pelos financiadores.

Nesse sentido, conforme ilustra o Prof. Carlos Alberto de Augustini (FGV), nos últimos 30 anos, as aplicações em renda fixa (CDI), que acompanham a Selic, acumularam um retorno impressionante de 7.927%, frente aos 704% da inflação (IPCA) no período. Isso significa que o retorno das aplicações rentistas foi 11 vezes superior à inflação. Tudo isso ocorre à custa de uma crescente dívida pública: pagamos R\$ 787,2 bilhões em juros nominais nos últimos 12 meses acumulados até outubro, por exemplo. Ou seja, um paraíso para o capital financeiro-rentista, mas com altos custos macroeconômicos e sociais, já que uma consequência direta de juros altos é a redução do crescimento econômico e o aumento da desigualdade.

A coordenação entre as políticas monetária e cambial poderia inverter essa lógica. Um controle prudente de capitais reduziria a volatilidade do real, suavizando os ciclos e a dependência exclusiva da Selic como ferramenta de ajuste, favorecendo o investimento na economia real e instalando um ciclo virtuoso de geração de renda e emprego. Pode-se argumentar, inclusive, que o contexto recente apresenta condições ainda mais favoráveis para uma atuação no câmbio, considerando a retomada do crescimento das reservas internacionais, que, em setembro de 2024, atingiram o maior patamar dos últimos cinco anos. Ou seja, vivemos em um cenário ainda mais estável do que nos anos anteriores, sem restrições significativas que impedem uma atuação mais eficaz, alinhada com os objetivos de combate à inflação e promoção do desenvolvimento do país.



Referências

AIDAR, G., & BRAGA, J. (2020). Country-Risk Premium In The Periphery And The International Financial Cycle 1999-2019. *Investigación Económica*, 79(313), 78–111. <https://www.jstor.org/stable/26917176>

BARELLA, E. J. (2024). A justificativa de Roberto Campos Neto para não intervir no câmbio. Portal NeoFeed. Acesso em: 13 de dezembro de 2024. Disponível em: <<https://neofeed.com.br/economia/a-justificativa-de-roberto-campos-neto-para-nao-intervir-no-cambio/>>.

PAULA, L. F., FRITZ, B., & PRATES, D. (2024). The metamorphosis of external vulnerability from ‘original sin’ to ‘original sin redux’: currency hierarchy and financial globalization in emerging economies. *Review of International Political Economy*, 1–28. <https://doi.org/10.1080/09692290.2024.2370340>.

PRATES, D. M. (2015). O regime de câmbio flutuante no Brasil: 1999-2012: Especificidades e dilemas. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília.



Let it float. Brazil and Mexico's interventions in the foreign exchange market during the pandemic

Adriano Vilela Sampaio – Professor at UFF and member FINDE /UFF

The instability arising from the COVID-19 pandemic (hereafter pandemic) in financial markets was among the most severe in recent decades. As in other crises, developing countries (DCs) experienced large capital outflows that led to sharp currency depreciations and/or drops in international reserves.

This paper aims to analyze the actions of the central banks (CBs) of Brazil and Mexico to mitigate instabilities in the foreign exchange market resulting from the pandemic. The choice of countries is justified because they are the two largest economies in Latin America, were significantly affected during the period of analysis, have a high degree of international financial integration and adopt floating exchange rates and inflation target regimes. Furthermore, these are countries that had a variety of instruments to stabilize the exchange rate, such as international reserves, IMF lines and swap agreements.

The hypothesis is that the strong depreciation experienced by both economies was the result not of a low capacity for intervention, but rather of a choice not to intervene more actively in the market. In other words, that the exchange rate was the adjustment variable. Given the centrality of the exchange rate for the economic development, countries should use the resources at their disposal to manage it and yet they didn't do it.

The main contributions expected from the paper are the analysis of the instruments used by each country taking as a reference the discussions around the global financial safety net (GFSN); and possible motivations for intervention below the potential provided by the available instruments. Although the underutilization of the GFSN during the pandemic have been pointed out by authors like Mühlich, Fritz e Kring (2022), by focusing in two specific cases, there might be a better understanding of each countries' strategies and motivations.



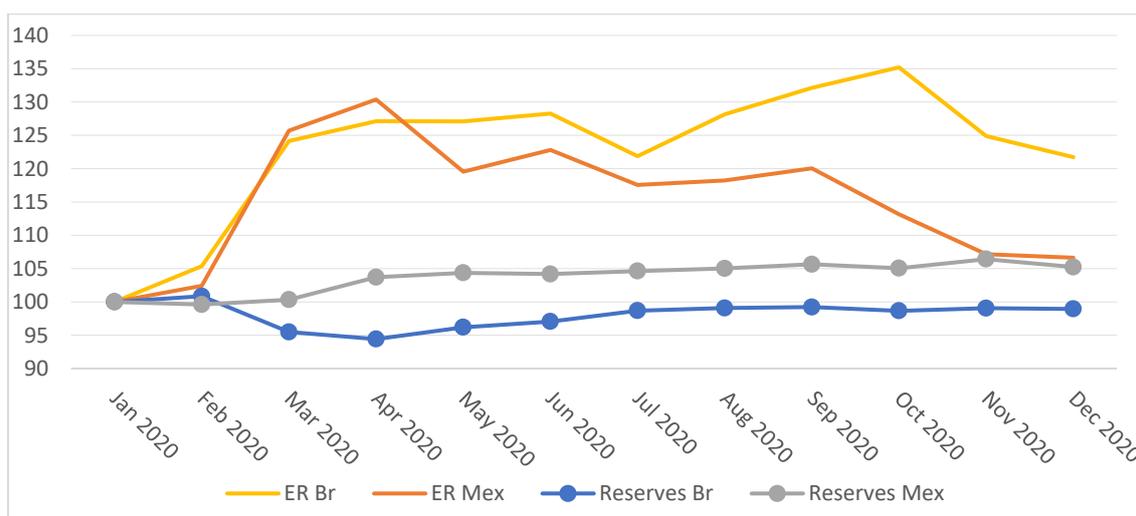
The instabilities from the crises and Brazil and Mexico's GFSN

According to IMF (2020), the instabilities originated by the pandemic began at January 21/01/2020. In the following 60 days, ECs would see the sharpest capital outflows (considering portfolio flows) ever registered, close to US\$100 billion, almost four times more than in the same period after the outbreak of the 2008 global financial crisis (GFC). Moreover, the number of countries affected was the largest since the GFC.

Assessing the impacts of the pandemic crisis on exchange rate and international reserves of Brazil and Mexico, figure 1 shows that both countries had sharp depreciations in March (around 25% compared to January). In Brazil, the process took longer to be reversed (starting in October), whilst Mexico's exchange rate began to appreciate in June. According to Banco de Mexico (2020b), March and April were the months with higher exchange rate volatility and in Mexico the recovery began in April and was faster than the other ECs analyzed (Brazil, Chile, Colombia, India, Russia, South Africa, Thailand and Turkey). On the other hand, international reserves experienced a less pronounced variation. Brazil had a decrease of around 5% and although it is expected a fall in reserves during instabilities, Mexico's increased by a similar magnitude in the following months.

Figure 1– Exchange rate and international reserves Brazil and Mexico

(Jan-Dec/2020; Jan/2020=100)



Source: Author's elaboration with data from IMF

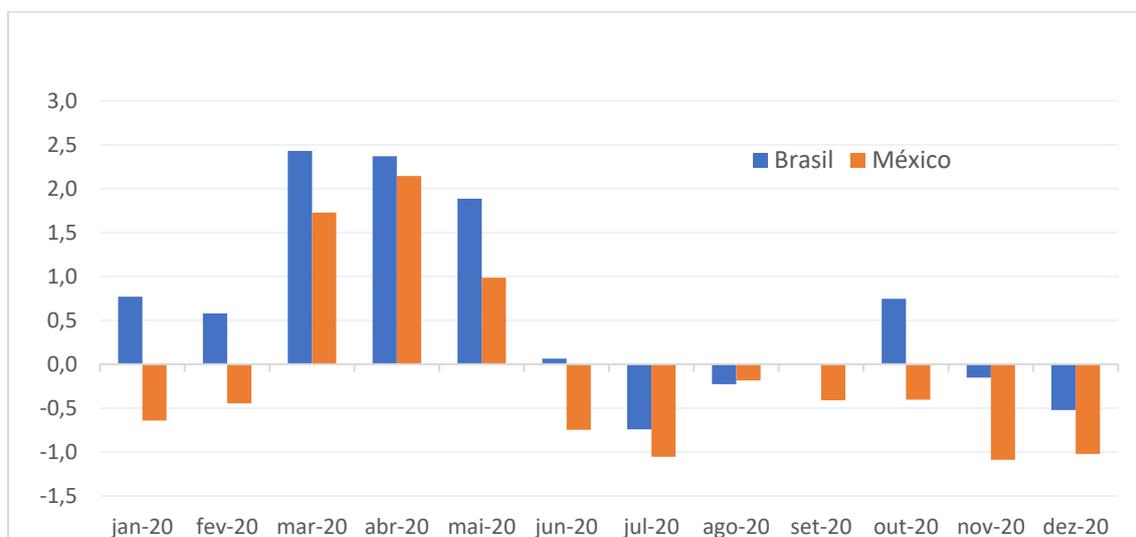
Another way to measure the severity of external shocks is to combine variations in exchange rate and international reserves on an exchange rate pressure index (ERPI). The ERPI consists of a weighted average of variations in exchange rate and



international reserves² and is calculated by the following equation³: $ERPI = \pi \left(\frac{\Delta e}{e} \right) - \rho \left(\frac{\Delta R}{R} \right)$. It is measured in standard deviations and higher values indicate greater external pressure. A value above 1 indicates that the pressure is one standard deviation above the average.

From figure 2 we can see how severe the instabilities from the pandemic were, since both countries reached values above 2 at some point. Considering the values for individual months, Brazil reached 5.4 and Mexico 6.0 in March 2020, among the highest of large emerging economies in the period. It is also one of the strongest pressure experimented by both countries in the last 20 years (Sampaio, Weiss and Noije, 2024).

Figure 2– Exchange Rate Pressure Index Brazil and Mexico (Jan-Dec/2020; 3 month moving average)



Source: Author's elaboration with data from IMF

The mapping of the instruments uses as reference the so called global financial safety net (GFSN). The GFSN is understood as set of institutions and mechanisms that provide

² The index is based on by Kaminsky and Reinhart (1999) and Baumann and Gonçalves (2015). For more details on the methodology see Sampaio, Weiss and Noije (2024).

³ Being $\Delta e/e$ the variation in the nominal exchange rate; π the inverse of the standard deviation of the variation in exchange rate; $\Delta R/R$ the variation in international reserves in, and ρ the inverse of the standard deviation of the variation in international reserves.



insurance against crises and financing to mitigate their impacts (MÜHLICH *et al.*, 2024, p.1). It comprises international reserves detained by each country, central bank bilateral swap arrangements, regional financing arrangements (RFAs), the IMF and market-based instruments (IMF, 2017). Through bilateral swaps central banks exchange currencies to provide liquidity to banking systems and RFAs⁴ can be used to pool resources to be used in moments of crisis (MÜHLICH *et al.*, 2024). Market-based instruments are contingent financial instruments to insure against specific risks, like catastrophe (cat) bonds and GDP-linked securities. Due to their complexity, their use is still limited, and many authors do not even consider them as part of the GFSN. Additional instruments like resources from by multilateral development banks, bilateral short-term government loans, and special drawing rights (SDRs) holdings in the IMF can also be considered as (non-core) elements of the GFSN (MÜHLICH; FRITZ; KRING (2022).

The analysis takes into consideration the period previous to the pandemic⁵ so that it is possible to assess the countries' capacities to isolate or mitigate the external pressures coming ahead. The information and data depicted here are from the International Monetary Fund (IMF), Banco Central do Brasil (BCB), Banco de México (Banxico), Foreign Exchange Commission (Comisión de Cambios) of Mexico⁶, GFSN Tracker⁷ and the Federal Reserve (Fed).

Regarding Brazil, the country had US\$359 billion in international reserves in January 2020, approximately 19% of the GDP. According to the IMF metric, the Assessing Reserve Adequacy (ARA)⁸, reserves in the range of 100-150 of the composite metric are considered adequate for precautionary purposes, depending on depth and liquidity of their markets and flexibility of their economies (IMF, 2016). Brazil's ARA was at 1,5

⁴ Like the Arab Monetary Fund (AMF), the Latin American Reserve Fund (FLAR) and the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM), among others.

⁵ Data on reserves refer to January 2020 and instruments and amounts available through IMF, RFA and swaps to December 2019, unless specified differently.

⁶ Body responsible for the Mexican foreign exchange policy. It comprises officials of the Ministry of Finance (including the minister) and the Banxico (including its Governor).

⁷ The Global Financial Safety Net (GFSN) Tracker is an interactive database that measures the annual lending capacity the total amount of financing of the GFSN. It is co-produced by the Boston University Global Development Policy Center, Freie Universität Berlin and the United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (Mühlich; Kring; Fritz, 2024).

⁸ A broad measure that includes exports, possibility of sell off of domestic asset, short term foreign debt and other foreign asset related to portfolio flows.



at the time, way above the safe level and even considered excessive given the costs brought by reserve accumulation.

The resources available at the IMF in different instruments (cumulative conditional and unconditional access for the assumed period of three years) were around US\$81,8 billion⁹ (Mühlich et al, 2024). The only RFA available was the Contingent Reserve Arrangement (CRA), the joint reserve fund of BRICS, with a quota of US\$18 billion¹⁰. From 19th March 2020 to December 2021 the country also had a US\$60 billion swap line from the Fed at its disposal¹¹. Thus, Brazil's had more than US\$450 billion available through its GFSN when instabilities related to the pandemic began and with the Fed swap line it reached almost US\$520 billion.

Mexico by its turn had around US\$189 billion of international reserves (~14% of the GDP), an ARA metric of 1,2, considered a safe level. And close to US\$188 billion available at the IMF¹². The country is a member of two RFA: the Trilateral Swap Arrangement established in 1994 between Banxico, Bank of Canada and Fed, with a limit of US\$3 billion¹³; and since 1941, the Exchange Stabilization Agreement, with the US Treasury with US\$9 billion available¹⁴. Both were established under the North American Framework Agreement (NAFA). Like Brazil, Mexico was also a beneficiary of the swap line with the Fed, with the same conditions prevailing.

⁹ After the 650 billion SDR issuance in 2021, Brazil and Mexico had a significant increase comparing to what the amount available in the beginning of the 2020.

¹⁰ In this RFA, if a country demands more than 30% of its available resources, the access is subject to conditionalities, including a FMI agreement. (Sampaio e Weiss, 2020)

¹¹ This temporary U.S. dollar liquidity arrangements was established between the Fed and 8 other central banks (Australia, Denmark, South Korea, Mexico, Norway, New Zealand, Singapore and Sweden). The cap was US\$30 billion for Denmark, Norway and New Zealand and US\$60 billion for the others. They add up to existing permanent lines with the monetary authorities of Canada, United Kingdom, Japan, Switzerland and the European Central Bank. The main objective is to lessen strains in global U.S. dollar funding markets and its effects on domestic and international credit markets. See: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200319b.htm>

¹² The significant higher amount compared to Brazil is due to the resources available through the Flexible Credit Line (FCL), around SDR 44,6billion in 2019 (or US\$59,9 billion converted by the US\$/SDR exchange rate prevailing at 11/11/2024- 1,3). The FCL is renewed every couple of years and in 2021 and 2023 Mexico requested a lower value and now it stands at SDR26,7billion (approximately US\$35,2 billion).

¹³ https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm. Accessed on 05/06/2024

¹⁴ <https://www.newyorkfed.org/markets/international-market-operations/central-bank-swap-arrangements>. Accessed on 05/06/2024

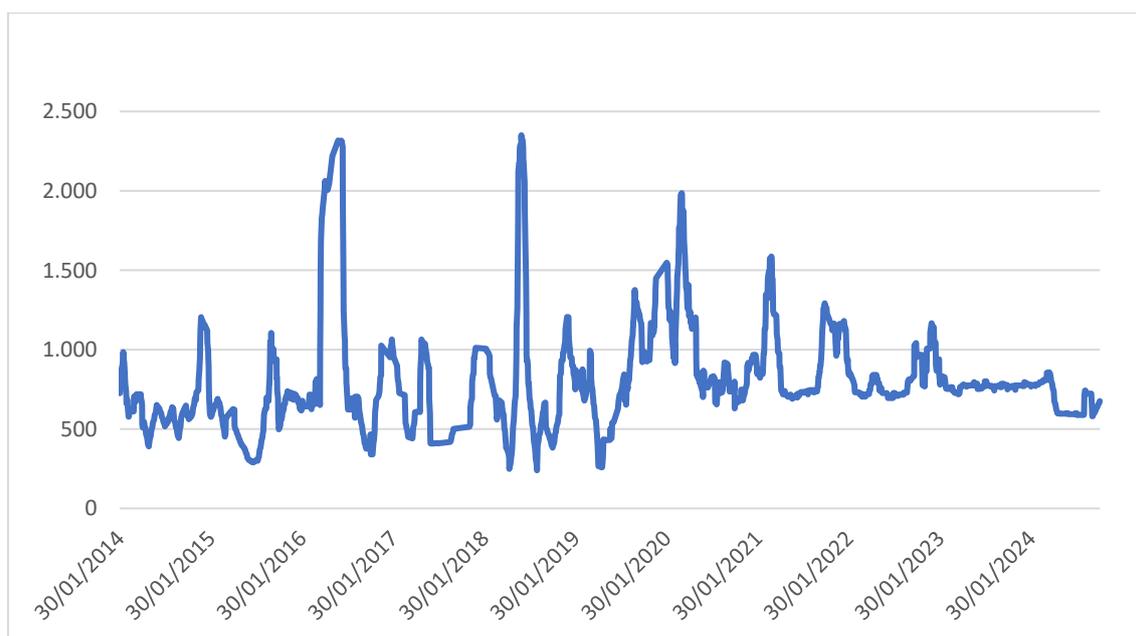


Brazil and Mexico interventions during the pandemic

Giving the resources available through their GFSN, how did Brazil e Mexico managed the strong external pressures the followed the pandemic? To answer this question, we looked into data of foreign exchange market interventions and documents and reports relating specifically to balance of payments issues (like exchange rate, international reserves, interest rates and so on).

Regarding Brazil, despite being officially on a floating exchange regime since 1999, it has been a *de facto* dirty floating regime. Thus, before a severe capital flight, BCB intervened in the foreign exchange market to tame Real's depreciation. It can be seen in figure 3 that with the pandemic, the volume of interventions¹⁵ increased and was among the highest in ten years.

Figure 3 – Forex intervention oct/2014-oct/2024 (US\$ million; 21 days moving average)



Source: Author's elaboration with data from BCB

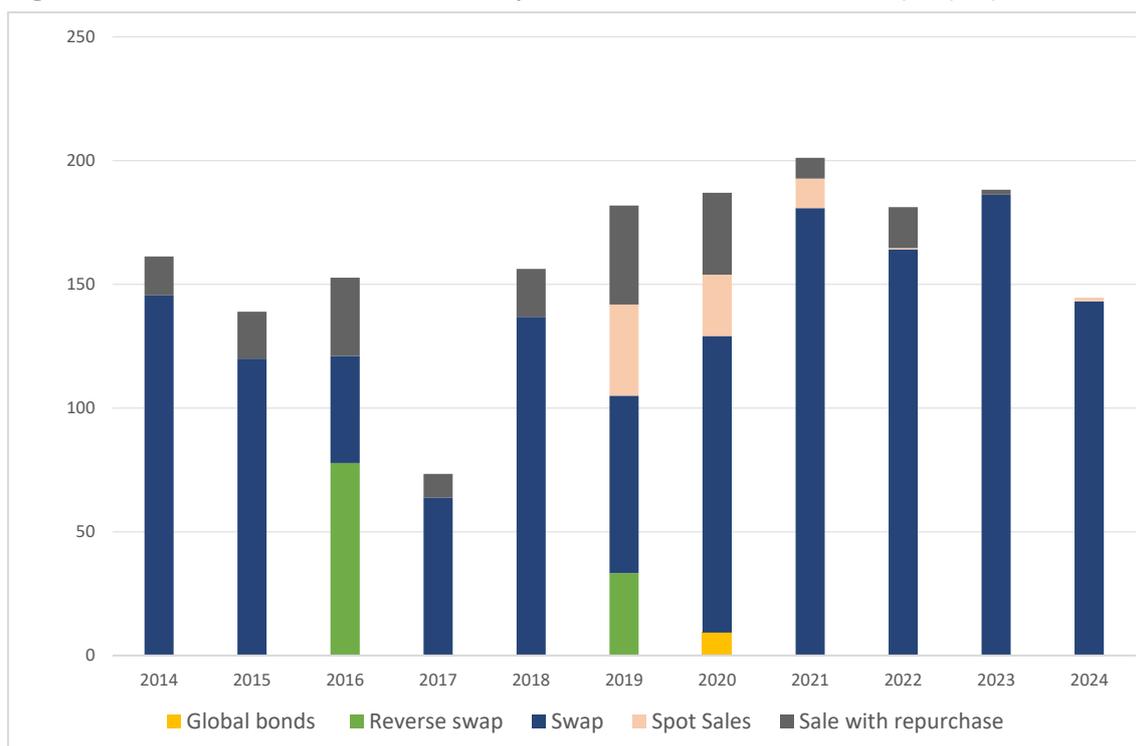
Since 2013, foreign exchange swaps have been the main instrument of interventions and so was the case in 2020, when they accounted for 64% of the total, reaching US\$119,9 billion. But there was also a diversification of the instruments when

¹⁵ Considered here as the values effectively used (not the amount offered). The date considered is that of the operation (not the announcement nor the liquidation).



compared to previous years (figure 4 below). The BCB had not conducted sales on the spot market since 2009 before resuming them in 2019 (as part of a strategy to reduce the volume of international reserves while maintaining the liquid position of the Bank¹⁶) and 2020, when they reached US\$24,8 billion (13% of total 2020's operations). BCB also used sales with compromise of repurchase, a total of US\$33 billion (18% of total) and even a new instrument, the purchase (with compromise of resale) of Brazilian sovereign bonds denominated in dollars (Global Bonds) to provide liquidity in dollars to domestic financial institutions (FI). There were 15 operations in 2020, reaching US\$9,3 billion. Considering that among these instruments, only spot sales have a permanent impact on reserves, the country made use of less than 7% of its reserves. The use of instruments other than swaps during periods of high instabilities is key, since financial institutions might need immediate liquidity, which can only be provided with the actual transfer of resources (even if temporary).

Figure 4 – Forex intervention by instrument 2014-2024 (oct) (\$ billion)



¹⁶ That was made combining spot sales (that reduce reserves permanently) with reverse swaps (US\$36,9 billion and US\$33,4 billion respectively), instruments that have opposite effects on the exchange rate. That was a period of currency depreciation (probably due to the reduction of the Selic) and the BCB also intervened with repos and swap operations, but those have temporary (repo) or none (swaps) effect on reserves.



Source: Author's elaboration with data from BCB

Since 2021, the volume of interventions has been relatively stable, but more than 90% of operations (number and volume) were conducted through swaps and since 2021 refer more to the renewing of existing operations than new ones¹⁷. Therefore, besides the volume, the main difference of the interventions by the BCB during the pandemic were the instruments deployed.

Regarding other available instruments, IMF resources, BRICS' Contingent Reserve Arrangement and Fed swap lines, none of them were used. That (and the relatively low use of reserves) indicates that letting the exchange rate act as first line of defense, combined with interventions, was more of an option than a lack of capability to contain the depreciation.

When it comes to the Mexican actions to curb instabilities on the external sector, the exchange rate was the first line of defense likewise and the sharp depreciation was combined with an increase on international reserves. Another common feature with Brazil was that Mexico did not use its lines available at the IMF nor the permanent facilities from NAFA. However, that does not mean there were no interventions, since the country made use of a broad set of instruments to stabilize the exchange rate market and increase the availability of financing in dollars (ALBA; CUADRA; IBARRA, 2023).

One of its main measures was the performing of credit auctions in dollars to local credit institutions to alleviate large companies' demand for credit in foreign currency (BANCO DE MÉXICO, 2020a). Between April 2020 and November 2021, US\$34,4 billion in total were offered in 14 auctions with an accumulated demand of US\$13,3 billion¹⁸. These were not spot transactions, but short-term dollar financing with a period of 84 days (except for one, March 28th 2020, with a term of 79 days). The resources for the

¹⁷ In 2023, for the first time since the adoption of the floating exchange rate, the BCB did not conducted any new operations, only renewals. See: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/01/09/cambio-tem-primeiro-ano-sem-intervencoes-do-bc-desde-1999.ghtml>

¹⁸ Though they continued until November 2021, the last auction with demand from local IF was at September 21th 2020 . Auctions' announcements with value and conditions can be found at: <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/anuncios-de-la-comision-de-cambios/comunicados-comision-cambios-.html>. Amounts disbursed are available at <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/anuncios-de-la-comision-de-cambios/%7BBB842B369-7C40-FB39-F670-4C0EFFD3CDB8%7D.pdf>.



auctions came from the temporary Fed swap line, representing 84% of the amount drawn from the facility. The total reached US\$39,9 billion in 53 operations¹⁹, almost 60% between March and April.

Dollar liquidity was also reinforced by the extension of the foreign exchange hedging program settled in domestic currency from US\$20 billion to US\$30 billion. Despite this increase, only two operations were conducted, both in March, with a total offer of US\$4 billion and US\$1,9 billion used. In August 2023, the Foreign Exchange Commission announced that due to the orderly functioning of the market, reestablishment of liquidity, lower volatility of international markets and solid fundamentals of the Mexican economy, credit institutions and other economic agents were able to cover their exchange rate directly in the market. Thus, operations would not be renewed in their totality (as was the common practice), although the US\$30 billion cap remains.

Two additional measures are worth mentioning. First, the widening the eligibility of debt securities in the FLAO repos, and of collateral for foreign exchange hedges settled by differences in pesos and for dollar-denominated credit auctions (BANCO DE MÉXICO, 2020a). Finally, Banxico (by instruction from the Foreign Exchange Commission) included in its intervention tools the possibility to conduct hedge transactions settled by differences in US dollars in foreign markets in which the peso was being negotiated during hours that the domestic market was not open, especially Asia and Europe trading hours (*Ibid*).

By comparing Brazil and Mexico interventions on the exchange rate market to tame instabilities during the pandemic it is possible to identify two main differences. While Mexico increased its volume of international reserves, Brazil engaged in spot operations, making use of its accumulated resources. Moreover, Mexico made use of the Fed temporary swap line and Brazil did not. Still, these can be considered minor differences in a common pattern of operation.

Regarding common features, given the intensity of the external instabilities and capital flight, a more active use of international reserves would be the expected answer, since it is an instrument aimed mainly to stabilize the exchange rate, can be used quickly and depends only on the decision of the domestic central bank. The reluctance is also difficult to justify considering the costs associated with its formation and maintenance and the high volumes available at the time. That, however, has been a pattern in DCs

¹⁹ <https://www.newyorkfed.org/markets/desk-operations/central-bank-liquidity-swap-operations>



at least since the GFC (DENBEE; JUNG; PATERNO, 2016) what was called “fear of losing international reserves”, in contrast to the “fear of floating”²⁰. Sampaio, Weiss and Noije (2024; 2021) show that for most of the largest 30 EED, the former also prevailed over the latter on the months of greatest instabilities in 2020. The fear of losing reserves is evident for both countries in the period considered - as showed in figure 1 - and given that Brazil opted for instruments with temporary or null effects on international reserves and Mexico even increased them, financing dollar auctions integrally with the Fed temporary swap line.

Another similarity was that neither of them used permanent cooperative instruments of their GFSN (like RFA and IMF lines). Despite having regular swap lines with the Fed and the Treasury, Mexico only used the temporary one. Besides the aforementioned fear of losing reserves, another reason may have been the an intention to make it clear that these were exceptional circumstances. Mühlich et al., 2022 showed that there was an underutilization of the GFSN (especially RFA and IMF) during the pandemic crisis. Even before that, the GFSN pattern usage was that “the largest regional funds between EMDEs remain untapped, while at the same time most member countries arrange bilateral central bank currency swaps in times of crises” (*Ibid*, p.140)²¹.

A broader feature of the interventions was that they were mostly “market-friendly”, i.e., operations to stabilize markets through market-based instruments (like swaps and auctions), without considering tools like capital controls²². In different reports from both central banks, it is evident that they act as a short-term stabilizer, with the sole objective of maintaining an orderly functioning of the market. The BCB for instance argues that it only intervenes in cases of market dysfunctionalities.

Finally, given the available resources, it is possible to conclude that for both economies the currency devaluation was a choice, a strategy in which the exchange rate functions as the main adjustment variable, the first line of defense. And that takes us to another

²⁰ According to Sampaio, Weiss and Noije (2024), the main reference on the fear of floating is Calvo and Reinhart (2000) and one of the first to use the term fear of losing international reserves were Aizenman and Hutchison (2012) and Aizenman and Sun (2012).

²¹ The same applies for the GFC when ECs made use primarily of unilateral instruments (especially international reserves) as a first line of defense, then ad hoc bilateral instruments, while formal access to RFA and the IMF were measures of last resort (DURAN, 2015).

²² As a member of the Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), Mexico has less room for maneuver on this subject.



important analysis, regarding the motivations behind the countries' strategies during the pandemic crisis, subject of the next section.

Assessing Brazil and Mexico's strategies

To carry the analysis on possible explanations for the underutilization of the GFSN by Brazil and Mexico it is important to go through the advantages, costs and limitations associated with its different instruments. Based on IMF (2017) four main criteria can be used to assess the advantages and disadvantages of each of the instruments comprising the GFSN: Predictability - meaning that during a crisis resources will be available and accessible and their term and conditions are known; Speed - disbursement of resources must be quick; Reliability - Countries are covered for the duration of the instabilities and can be easily renewed or extended. Costs – Each instrument has financial and political costs (stigma) that must be considered when establishing a GFSN (Sampaio and Weiss, 2020).

International reserves can be accessed quickly and are very predictable (since the decision on its use depends solely on the central bank), but the interest rate differential may imply significant costs. Swap agreements have as main advantages speed and low cost, since there is no previous subscription of capital. On the other hand, being a bilateral agreement, political factors make them less predictable and reliable. IMF lines are predictable, but there are high political (stigma) associated with their usage, since it can be seen as a sign of failure of the ruling government. Finally, RFAs can also have its access diffculted due to political matters and it might be the case that country members are affected by the same shocks (especially in geographically concentrated RFAs) and the demand for resources becomes too high. Thus, they have low predictability and reliability. Speed may also be a limitation of IMF and RFAs due to bureaucracy (IMF, 2017; Sampaio and Weiss, 2020).

According to Mühlich et al. (2022, p.127) the adequate response to a financial crisis depends on two key elements: whether financial distress is temporary illiquidity or profound insolvency; And if the crisis is caused by an exogenous or a domestic shock or both. The pandemic crisis was clearly an exogenous shock and for the economies considered here, financial distress was temporary. Therefore, after using the exchange rate as first line of defense, reserves (Brazil) and swaps lines (Mexico) were probably the most effective short-term instruments of the GFSN (given their speed and predictability). Reserves have costs, but they matter only when choosing the best strategy for external resilience, before a crisis hit. If the country already has them, their



usage will not incur additional costs and will actually justify the costs incurred over the years. Besides, if the country has plenty of reserves and still has a second layer of defense, like swaps and RFA, the political costs will rule out the IMF as an option, even the unconditional lines. Likewise, the low speed, predictability and reliability make RFA an inadequate option for a period like the pandemic19 crisis.

We now go back to the reasons of Brazil and Mexico using the exchange rate as first line of defense (the fear of losing reserves being greater than the fear of floating). A first possible explanation is that monetary authorities might have considered that currency depreciation does not bring about as much instabilities as before in terms of currency mismatch in financial and non-financial companies, public debt denominated in foreign currency and even exchange rate pass-through inflation, issues that affect both countries throughout the 1980s and 1990s.

The more a large depreciation is seen as temporary and resulting from external factors, the less a CB will be willing to use facilities from RFA, IMF lines or promote structural changes. Thus, the CB will conduct exchange rate interventions as an emergency strategy to promote the orderly functioning of the market (Mexico) or reduce dysfunctionalities (Brazil). In such context the exchange rate is not seen as a key strategic macroeconomic price to promote external equilibrium and a competitive insertion of domestic companies on international trade. There is not, therefore, a permanent medium/long-term growth strategy in which the exchange rate plays a central role.

According to Feijó e Araujo (2024), for new developmentists, a competitive and stable real exchange rate is a key factor in the economic and social development process. For Bresser-Pereira, Oreiro and Marconi (2015, p.40) the exchange rate is “the most strategic macroeconomic price for economic development” and there is a tendency towards cyclical and chronic overvaluation of the exchange rate affecting ECs. The instability of exchange rates in emerging countries is also a central feature on the currency hierarchy literature (Conti, Prates e Plihon, 2014). Therefore, emerging countries should have an active policy of exchange rate management, especially during severe crisis like the originated from the pandemic. But that hasn’t been the norm.

For GABOR (2020), in the current international monetary and financial system, central banks assume the role of risk mitigators, such as exchange rate risk for foreign investors, and “swappers of last resort”, providing liquidity in foreign currencies to domestic financial institutions. Such action preserves the political order of financial



capitalism, maintaining the independence of the central bank and the reduced role of public investment.

Evolving liquidity regimes and practices for creating money and credit on globally interconnected, hierarchical balance sheets structurally require the state to derisk systemic liabilities during bad times, and to enable the creation of new asset classes during good times (GABOR, 2020, p.51).

One must also consider an ideological bias of central banks, in which floating exchange rates are preferred to managed regimes, the first being a balance of payments automatic stabilizer and whose dynamics would reflect domestic macroeconomic conditions *a la* Friedman.

Finally, if only a few instruments of the GFSN will be used, why keeping the others? There is a political cost to exit an institution like the IMF or regional arrangements. Besides, if the cost is not high, having a well-resourced GFSN may have a positive signaling effect, showing the country has several layers to face external shocks (DENBEE; JUNG; PATERNÒ, 2016). This aspect relates to the asymmetric character of the GFSN, in which more vulnerable countries are undercovered while countries with a stronger external position are overprotected with instruments they don't need.

Final remarks

Brazil and Mexico went through a period of high instabilities during the pandemic with sharp currency depreciation and, in the case of Brazil, fall in reserves. They both had constituted a robust GFSN over the previous decade and were in a position to conduct intervention through a variety of instruments. Nevertheless, they opted to let the exchange rate act as the adjustment variable, leaving untapped other instruments of their GFSN. The fear of losing reserves was greater than the fear of floating. Furthermore, the interventions were of a "market friendly" nature, i.e., actions by central banks to stabilize rates via market instruments, such as auctions and swaps, without resorting to instruments such as capital controls. Considering the available instruments, the interventions were well below the potential.

It was defended here that these strategies are not due to the known limitations of specific instruments, but reflects a neoliberal conception of the State, in which it does



not act actively to promote development through strategic macroeconomic prices management, being the exchange rate one of the most important. Instead, it merely acts as a market stabilizer in periods of greater turbulence. If not even in a period of such acute instability did these central banks act more extensively, one cannot expect them to adopt an active exchange rate policy so that these countries can seek to promote economic and social development.

References

ALBA, C.; CUADRA, G.; IBARRA, R. (2023). Effects of the Extraordinary Measures Implemented by Banco de México during the COVID-19 Pandemic on Financial Conditions. *Banco de México Working Papers*, n. 2023-03.

BANCO DE MÉXICO (2020a). Medidas adicionales para promover un comportamiento ordenado de los mercados financieros, fortalecer los canales de otorgamiento de crédito y proveer liquidez para el sano desarrollo del sistema financiero. *Comunicado de Prensa*. Disponível em: <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/miscelaneos/%7B1E8E5322-7086-9563-570C-412659ECB292%7D.pdf>.

BANCO DE MÉXICO (2020b). Informe Trimestral Abril-Junio. Disponível em: <https://www.banxico.org.mx/publicaciones-y-prensa/informes-trimestrales/%7B10432E5D-FBCA-D15F-8339-9EB79123860D%7D.pdf>.

BRESSER-PEREIRA, L. C., OREIRO, J. L. AND MARCONI, N. (2015). *Developmental macroeconomics: new developmentalism as a growth strategy*. London: Routledge

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

DENBEE, E.; JUNG, C.; PATERNÒ, F.. (2016) *Stitching Together the Global Financial Safety Net. Financial Stability Paper - BoE*, n.36.DOI: 10.2139/ssrn.2772513.

DURAN, C.V. (2015).. *The International Lender of Last Resort for Emerging Countries: A Bilateral Currency Swap? GEG Working Paper*,. 108,. July.

GABOR, D. (2020). Critical macro-finance: A theoretical lens. *Finance and Society*, [S. l.], v. 6, n. 1, p. 45–55, 2020. DOI: 10.2218/finsoc.v6i1.4408.



FEIJO, C.; ARAUJO, E. O papel da taxa de câmbio na Teoria Novo-Desenvolvimentista. *Cadernos Gestão Pública e Cidadania*, São Paulo, v. 29, p. e90198, 2024. DOI: 10.12660/cgpc.v29.90198. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/cgpc/article/view/90198>. Acesso em: 17 out. 2024.

IMF (2015). *Assessing Reserve Adequacy - Specific Proposals*.

IMF (2016). *Guidance Note on the Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations. Guidance Notes - Policy Papers* DOI: 10.5089/9781498345644.007. Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2016/060316.pdf>.

IMF. (2017) "Adequacy of the global financial safety net - considerations for fund toolkit reform.", *IMF Policy Paper*.

IMF (2020). "Global Financial Stability Overview: Markets in the Time of COVID-19". Washington, DC, april.

MÜHLICH, L.; FRITZ, B.; KRING, W.N. (2022). No One Left Behind? Assessing the Global Financial Safety Net Performance During COVID-19. *Journal of Globalization and Development*, [S. l.], v. 13, n. 1, p. 123–147. DOI: 10.1515/jgd-2021-0033.

MÜHLICH, L.; FRITZ, B.; KRING, W.N.; ZUCKER-MARQUES, M.; GAITÁN, N. (2024). Global Financial Safety Net Tracker. Available at <https://www.bu.edu/gdp/global-financial-safety-net-tracker/>. Accessed on November 08th, 2024.

MÜHLICH, L.; FRITZ, B.; KRING, W.N.; ZUCKER-MARQUES, M.; GAITÁN, N. (2024). Global Financial Safety Net Tracker. Database Methodology Guidebook. Global Development Policy Center. Disponível em: <https://www.bu.edu/gdp/files/2024/07/GFSN-Methodology-Guidebook-2024-FIN.pdf>.

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*, v. 57, p. 11-44, 2020.

SAMPAIO, A. V.; WEISS, M. A.; NOIJE, P. V. (2021) Pandemia da Covid-19 e pressão cambial: Uma análise dos países emergentes no período jan2020-jan/2021. In: 14º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira: o Brasil em um mundo em transformação, 2021, UFABC. Anais do 14º Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira: o Brasil em um mundo em transformação.



Desafios do sistema creditício na transição verde

Emanuel H P Santos - graduando em Economia na UFF e bolsista FAPERJ

Nesse artigo, de início, serão apresentados dados e argumentos que mostram como pode ser muito custoso não investir em soluções de preservação ambiental, e, ao mesmo tempo, alocar grandes montantes para a recuperação de danos causados por desastres ambientais. Serão discutidos também os papéis dos setores público e privado, e como cada um contribui para a transição verde e como são atingidos negativamente pelas mudanças climáticas. Também, serão abordados entraves que o sistema financeiro pode encontrar para prover liquidez para setores estratégicos para uma economia verde e, juntamente, como a transição para uma economia sustentável precisa ser feita com muita atenção e de modo bem coordenado, uma vez que pode haver riscos e apresentar instabilidades na economia. Nesse contexto, os Bancos de Desenvolvimento surgem como peças fundamentais, atuando em áreas e momentos que normalmente apresentam escassez de liquidez e pouco interesse privado. Tomamos como exemplo a atuação do BNDES para fornecer recursos para o desenvolvimento de infraestrutura no Brasil.

48

O custo da ação e da inação

Um artigo publicado em 2023 pelo *World Economic Forum*²³ indica que entre os anos 2000 e 2019 eventos climáticos extremos custaram, por hora, cerca de 16 milhões de dólares. Ainda, esse estudo argumenta que esse valor pode ser um “eufemismo”, ou seja, o valor pode ser muito maior, porém, a limitação dos dados é um fator restritivo para se obter uma avaliação certa. Além disso, há uma enorme dificuldade em prever fenômenos da natureza, por isso, não é possível fazer previsões de quando e tampouco da intensidade destes eventos climáticos extremos e catástrofes por eles provocadas. Em engenharia, para a execução de uma obra há o cálculo do “período de retorno”, que analisa dados passados e por meio de métodos estatísticos define em quanto tempo essa obra sofrerá com eventos da natureza. Desse modo, não é possível

²³ O Estudo pode ser acessado em: <https://www.weforum.org/agenda/2023/10/climate-loss-and-damage-cost-16-million-per-hour/>.



realizar uma boa estimativa dos futuros valores, uma vez que catástrofes climáticas vem se intensificando cada vez mais rápido e sempre causando surpresa.

De acordo com a tabela 1 – elaborada com dados do Atlas Digital De Desastres No Brasil – é possível verificar que o país registrou um prejuízo R\$ 569 bilhões entre 2000 e 2023. É possível perceber também uma escalada do prejuízo ao longo dos anos, em 2000 o valor foi R\$ 849 milhões, em **2013 de R\$30 bilhões** e em 2023 o valor verificado foi **R\$49 bilhões**. E é notável que o crescimento do prejuízo está longe da linearidade, como é possível observar nos anos 2004, 2005 e 2006, quando respectivamente, os valores foram de aproximadamente R\$10 bilhões, R\$25 bilhões e R\$11 bilhões. Isso reforça a ideia que é árduo o trabalho de previsão de eventos climáticos extremos, e por consequência seus custos.



Tabela 1: Prejuízo público e privado provocado por desastres naturais de 2000 até 2023 (Em R\$ bilhões)

Ano	Prejuízo Público	Prejuízo Privado	Prejuízo Público e Privado
2000	0,19	0,66	0,85
2001	0,84	4,33	5,17
2002	0,85	10,34	11,19
2003	1,15	8,52	9,67
2004	1,76	8,56	10,32
2005	1,38	24,25	25,63
2006	1,72	9,88	11,60
2007	2,32	9,87	12,19
2008	2,02	17,38	19,40
2009	3,32	23,78	27,10
2010	2,30	7,96	10,26
2011	1,95	6,78	8,73
2012	1,73	22,45	24,18
2013	5,95	24,18	30,13
2014	4,40	20,95	25,35
2015	1,73	23,53	25,26
2016	2,30	14,75	17,05
2017	8,20	34,31	42,51
2018	4,07	21,05	25,12
2019	3,02	28,95	31,97
2020	1,85	38,31	40,16
2021	2,34	37,49	39,83
2022	3,53	62,35	65,88
2023	2,79	46,70	49,49
Total Geral	61,71	507,33	569,04

Fonte: Elaboração própria com dados do Atlas Digital de Desastres do Brasil

Conforme dados do Painel de Informações Tribunal de Contas da União (TCU), a União, no período de 2012 a 2023, empenhou R\$8 bilhões em ações de prevenções, compreendidas como “execução de obras e empreendimentos de infraestrutura que objetivam prevenir ou reduzir a ocorrências com desastres”. Neste mesmo período o prejuízo do governo, considerando informações da tabela 1, foi de quase R\$42 bilhões, ou seja, a união verifica um valor consideravelmente maior de prejuízo comparado aos gastos de prevenção.



Um estudo de Aguiar (2016) cita que, de fato, gastos com prevenção reduzem danos e, por consequência, prejuízos. Porém, o Brasil mostra na prática que se gasta muito mais com recuperação, o que pode significar uma alocação ineficiente de recursos, um dano material maior na população, especialmente as parcelas socioeconômicas mais vulneráveis, e até mesmo perdas, essas irrecuperáveis, de vidas.

Ademais, ao observar a tabela 1 é possível notar que o setor que mais tem prejuízo com desastres é o setor privado. No artigo de Hoffman (2005) ele argumenta que muitas empresas adotam ações de redução de emissões de gases de efeito estufa por estratégias de retornos econômicos. Também, Pereira (2024) aborda o *greenwashing*. O termo indica a prática enganosa de passar uma falsa imagem para stakeholders de uma empresa consciente e comprometida com políticas ambientais e ofertante de produtos e serviços com benefícios ambientais. De acordo com seu artigo, a prática tem se tornado comum no cenário atual, onde há uma “crescente conscientização pública sobre questões ambientais e com a exigência cada vez maior por produtos e serviços sustentáveis”, porém, muitas empresas apenas querem potencializar seus lucros. Desse modo, o setor privado deve adquirir um novo rumo, com maior e efetiva participação no desenvolvimento sustentável e promovendo ações de prevenção, visto que o setor registra grandes prejuízos.

A importância das políticas públicas e de instituições públicas na transição climática

De acordo com Sicsu (2020), recorrendo à visão de Keynes sobre o papel do Estado na economia:

“Keynes destacou que a máquina (o capitalismo) tinha tido um problema no seu partidor (os investimentos). Portanto, não era o caso de se trocar de máquina ou de se voltar aos tempos das 'carruagens barulhentas', como metaforizou Keynes. A solução de Keynes era o mecânico (o governo) dar a partida na máquina através do investimento público em obras para reanimar todas as demais peças (os investidores e os consumidores).”

Desse modo, à luz da teoria keynesiana o Estado é essencial para “dar a partida” quando se pensa desenvolvimento. Quando se trata de desenvolvimento sustentável, o “mecânico” não pode ser posto de lado, visto que este possui atribuições indispensáveis para alavancar e conduzir uma transição para uma economia verde dotada de incertezas. Mecanismos que o Estado possui como, por exemplo, criação de leis, regulação, fiscalização, criação e condução de políticas são elementares para a



superação de crises, e não será diferente para a crise climática que afeta, também, a economia. Nesse sentido, Teixeira (2022) destaca a importância de empresas estatais na criação de novos mercados, indústrias e setores, e aponta semelhança com o contexto de crise climática, onde esse braço importantíssimo do Estado poderia reduzir incertezas e abrir caminho para empresas privadas.

Ademais, Crocco e Feil (2019) ressaltam a necessidade da coordenação de políticas econômicas pelo Estado em um contexto de “crises econômicas, financeiras, ambientais e sociais, caracterizada pela extrema desigualdade.” Ainda, os autores afirmam que a política econômica e seus instrumentos centralizados no controle inflacionário estão obsoletos e não são capazes de tratar os problemas no atual contexto, e segundo os autores “precisamos criar instrumentos que enderecem a necessidade de transformação da sociedade e o processo de desenvolvimento só faz sentido se for discutido no âmbito das relações de poder.” (Crocco e Feil, 2019, p. 1)

Como exemplo de atuação no contexto de crise climática, no final de 2023, o Governo Federal começou a elaboração do Plano Clima, que é guiado pelo Comitê Interministerial sobre Mudança no Clima (CIM) e tem como idealização a ampla participação da sociedade. O plano, de acordo com o Governo Federal, terá 2 pilares, “o primeiro é a Estratégia Nacional de Mitigação, para reduzir as emissões de gases de efeito estufa, cuja alta concentração na atmosfera provoca o aquecimento global. O segundo é a Estratégia Nacional de Adaptação, para diminuir a vulnerabilidade de cidades e ambientes naturais às mudanças do clima e garantir melhores condições de o país enfrentar os eventos climáticos extremos.”

Desafios para o financiamento de uma economia sustentável

O sistema financeiro desempenha extrema importância no desenvolvimento econômico, e como Ross Levine resalta “a preponderância de razões teóricas e evidências empíricas sugerem uma relação positiva e de primeira ordem entre desenvolvimento financeiro e crescimento econômico (...). O desenvolvimento dos mercados financeiros e instituições é uma parte crítica e inerente ao processo de crescimento, diferentemente da visão de que o sistema financeiro (...) responde passivamente ao crescimento econômico e industrialização” (Levine, 1997, p. 688-689).

Paula (2013), sob uma perspectiva pós-keynesiana, discorre sobre como a “moeda e instituições financeiras têm no funcionamento e dinâmica de uma economia empresarial” e, ainda, argumenta que instituições financeiras estimulam o



crescimento econômico provendo liquidez. Não obstante, o autor apresenta que o sistema financeiro tem um papel ambíguo na economia, pois além de auxiliar o desenvolvimento, a atuação de especuladores causa instabilidades no mercado financeiro.

Investimentos verdes tendem a ter maturidade de longo prazo e visto que, de acordo com Paula (2013), em economias capitalistas em expansão, como em países em desenvolvimento, financiamentos de longo prazo são prejudicados por motivos como o alto nível de incertezas que rondam essas economias, que carregam um risco mais elevado. Somado a isso, investimentos em projetos sustentáveis já carregam um teor de incertezas que podem afastar investidores. Teixeira e Nogueira (2019) apontam como pontos dificultadores a falta de terminologias para investimentos socioambientais e de indicadores do tipo em relatórios públicos de empresas. A carência de terminologias, ou de uma taxonomia, seria um fator agravante quando se trata de incertezas do setor, reduzindo dúvidas na eficácia do “verde” do ativo.

O risco ambiental, nesse contexto, é entendido como uma medida de danos que podem ser causados por uma atividade econômica. Essa medida é básica quando se idealiza um sistema financeiro participativo na transição de uma economia poluidora para uma sustentável. Contudo, o risco ambiental é considerado um custo financeiro, fato que pode estar relacionado com a falta de percepção acerca da urgência climática que se encontra, não só o Brasil, mas em todo o planeta. Essa situação pode, e necessitará, se transfigurar no oposto, visto que pode ser notado uma forte correlação entre valor de ações e performance ambiental de empresas, ou seja, a variável ambiental tem capacidade de agregar valor. Outrossim, é urgente perceber que não há sentido na dicotomia entre lucro e o aspecto socioambiental, pois este último é essencial para a manutenção da existência da humanidade e redução das precariedades. Ganhos socioambientais podem se relacionar com ganhos financeiros, visto que há uma crescente preocupação da sociedade com o meio ambiente, dadas as diversas catástrofes que vem atingindo diversas comunidades, investimentos verdes podem ser estratégicos para a composição de portfólios. Contudo, essa situação abre espaço para que empresas façam o mínimo, uma espécie de tokenismo, onde são adotadas ações superficiais, preocupadas apenas com a opinião pública (Teixeira e Nogueira, 2019).

A exposição financeira de empresas que emitem altos valores de CO2 também é um fator a ser levado em conta na transição. Conforme Carney (2015), uma mudança abrupta poderia trazer riscos a estabilidade financeira, isto devido à grande



participação de setores poluidores na economia. O autor menciona que os setores de recursos naturais e extração mais outros setores industriais representam um terço dos ativos de ações e renda fixa no mundo inteiro, e como exemplo, tem-se no Brasil a Petrobras como maior empresa brasileira, que tem seu foco na exploração de petróleo. Portanto, mais uma vez se faz importante a atuação do Estado, intermediando a transição regulando, absorvendo prejuízos - sendo esses provenientes da desvalorização de ativos marrons - e induzindo investimentos que são de fato sustentáveis. Contudo, Ocampo et al (2012) dizem que durante o processo de transição governos terão que escolher perdedores e vencedores, e que para o sucesso de uma economia verde, em termos globais, necessita-se de políticas que diversificam e levam a economia para longe dos perdedores de longo prazo, ou seja, priorizar setores verdes. Os autores apontam a preocupação com países que dependem de extrativismo e *commodities*, e argumentam que o melhor caminho no curto-prazo é implantar melhorias em processos já existentes.

Relatórios de 2023 da *UNEP - United Nations Environment Programme* – apontam que, em termos globais, são investidos cerca de US\$ 200 bilhões por ano em *NbS (Nature-Based solutions)*, que são soluções que visam a preservação do meio ambiente e a mitigação da degradação dele, porém, a instituição adverte que são necessários US\$ 542 bilhões por ano para que as metas para 2030 da Convenção do Rio e os ODS (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável) sejam alcançadas. Para que as metas para 2050 sejam atingidas, são necessários US\$ 737 bilhões por ano. Relatórios mostram também que quase US\$ 7 trilhões são investidos anualmente em aéreas que causam impactos negativos no meio ambiente, e ainda, o setor privado é responsável por US\$ 5 trilhões do montante, enquanto o setor público é responsável por US\$ 1.7 trilhões. Todavia, o cenário muda completamente quando se analisa os investimentos que causam efeitos positivos na natureza. Dos US\$ 200 bilhões em *NbS*, apenas US\$ 35 bilhões são investimentos privados e US\$ 165 bilhões são do setor público, ou seja, 18% contra 82%. A UNEP sugere que os investimentos privados podem aumentar para atingir o valor meta para atingir os objetivos, e essa sugestão é razoável, visto que o setor privado é que mais empenha investimentos que causam impactos negativos.

Sobre financiamentos externos para países em desenvolvimento, há alguns receios relacionados com maneiras de financiar como, por exemplo, valorização cambial e déficits gerados por transferências e de endividamento por empréstimos. Ainda em um contexto internacional, é fato que os países desenvolvidos centralizam P&D (Pesquisa e Desenvolvimento). Objetivando a transição para uma economia verde P&D



são fundamentais, e é fundamental a participação simultânea de todos os países. Desse modo, países em desenvolvimento não podem ser apenas países seguidores, há a necessidade de uma cooperação (Ocampo et al, 2012).

O papel dos bancos de desenvolvimento no financiamento da transição verde

Bancos de desenvolvimentos têm como objetivo, por sua essência, o desenvolvimento socioeconômico. A preservação ambiental é um processo que tem alto impacto na qualidade de vida das pessoas, portanto, quando se fala em desenvolvimento socioeconômico, a preservação do meio é um pilar indispensável no assunto, ainda mais em tempos de emergência climática. Nesse sentido, a partir dessa rápida e introdutória conexão, podemos aprofundar mais a importância de BDs (Bancos de Desenvolvimento) na transição de uma economia que emite altos níveis de GEE (Gases de Efeito Estufa) para uma economia verde – com baixa ou nula emissão de GEE.

Como abordado em seções anteriores, investimentos “verdes” possuem caráter de longo prazo e carregam muitas incertezas. Paula et al. (2024) usam como base teórica formulações de Keynes e Minsky para explicar que no longo prazo os investimentos podem ser afetados significativamente por eventos que não podem ser calculados e que a falta de informação é um fator que dificulta tomadas de decisões racionais. Ainda, argumentam que as expectativas do mercado financeiro e dos empresários são fundamentais para a demanda efetiva e, nesse sentido, a oferta de crédito diminui frente a um cenário de grandes incertezas e tomadores de créditos, para a realização de investimentos, também se posicionam de forma a evitar risco, isso dada a preferência por liquidez dos agentes. E, esse contexto se aplica diretamente para investimentos necessários para a transição, cabendo ao Estado tomar a frente da mudança, uma vez que o sistema financeiro privado, estruturalmente, não fará sozinho (Paula et al, 2024).

Os BDs surgem nesse contexto com a atuação prática do Estado, podendo garantir liquidez em certas circunstâncias que o mercado privado não ofertará, devido a aversão ao risco (Paula et al, 2024). Além disso, bancos de desenvolvimento têm um potencial de conduzir e induzir capital para determinados segmentos quando outras instituições financeiras não fazem, pois podem atuar de maneira contracíclica – diferente dos bancos privados -, desenvolver capitais, apoiar novos empreendimentos e possuem orientações por desafios – a atuação do banco é guiada por objetivos definidos e, normalmente quando se fala em BDs, os objetivos possuem teor social e ambiental (Mazzucato; Pena, 2016). A atuação dos BDs, com o objetivo de promover



um desenvolvimento sustentável, deve passar por um planejamento econômico completo e integrado de modo a coordenar todos os agentes econômicos e, também, que políticas macroeconômicas e a atuação de *policy makers* possam realizar mudanças estruturais, de jeito que os mercados sejam regulados e investimentos sejam conduzidos para setores e projetos fundamentais para a transição verde (Feil; Feijó, 2021).

Assim, Paula et al. (2024) argumenta que os bancos de desenvolvimentos podem “impulsionar e apoiar os atores sociais tomadores de crédito que possuem algum grau de dificuldade para a elaboração de projetos para se tornem efetivamente viáveis e financiáveis” e, ainda, garantem “que o investimento não seja refém dos comportamentos defensivos do setor financeiro privado”. O autor destaca ainda que além da “dada a incerteza em que é intrínseca a tomada de decisões dos agentes, os bancos de desenvolvimento têm a capacidade de criar e moldar mercados em um horizonte temporal largo, para promover mudanças estruturais de um país em prol da resolução de grandes desafios da sociedade.” (Paula et al, 2024, p.24) Esse é um ponto chave que mostra o potencial dessas instituições para a transformação, uma vez que, um dos principais gargalos que o sistema financeiro encontra para funcionar consoante com as metas dos ODS é a falta de empenho frente ao receio de incertezas.

No Brasil, o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) é o principal banco de desenvolvimento e condutor de recursos para importantes segmentos como, por exemplo, em setembro de 2022, 41% de sua carteira era destinada para economia verde (BNDES, 2022). Pode ser constatado que no período entre 2015 e 2020 os ODS 7 (energias renováveis), 8 (empregos dignos e crescimento econômico) e 9 (inovação e infraestrutura) representaram cerca de 63% dos desembolsos do BNDES (Chan; Freitas, 2021). É próprio dizer que o banco é essencial para o desenvolvimento de mercados sustentáveis, uma vez que, esses desembolsos não seriam considerados pelo mercado privado dado o caráter de longo prazo e riscos envolvidos. Ademais, o BNDES já possui uma bagagem técnica que o põs a frente de outras instituições no que tange o desenvolvimento de formas de medir a emissão de GEE provenientes de investimentos de sua carteira e a consideração de fatores climáticos na execução de projetos (BNDES, 2022).

Olhando o retrospecto, o BNDES se mostra crucial para investimentos em infraestrutura – segmento essencial para o desenvolvimento econômico de um país – em cenários em que o sistema financeiro privado se apresentou como inoperante (Teixeira et al, 2024). Pela similaridade que projetos sustentáveis têm com projetos de



infraestrutura em tempo de maturação e incertezas, o BNDES pode também alavancar esses projetos verdes, que estão sendo postos de lado em função da maximização dos rendimentos dos investidores que, ainda no geral, não levam em conta os possíveis impactos negativos que os projetos podem causar no meio ambiente, desse modo, a ação dos agentes especulativos são prejudiciais para o meio ambiente.

Considerações finais

Diante de tudo que foi posto, é essencial a presença do Estado na condução da transição de uma economia “suja” para outra, verde, e se faz necessário instituições públicas fortes – tanto para regular quanto para desempenhar um papel ativo - capazes de suportar pressões de certos grupos da sociedade. Isto se faz necessário frente a constatação da ineficiência do setor financeiro privado em alocar recursos para setores verdes e à histórica dificuldade para setores apresentam mais riscos, porém essenciais para a economia. À luz dos dados apresentados no texto, a cobrança pelo setor privado ser mais ativo e comprometido com o meio ambiente é justa e indispensável, uma vez que, em termos mundiais, é o setor que, em números discrepantes, mais direciona recursos para projetos que apresentam altas emissões, mas é o setor público que mais direciona para projetos sustentáveis. A diferença de mais de **US\$ 300 bilhões** entre valor necessário e valor investido para que as metas das ODS sejam alcançadas converge para a falta de comprometimento do setor privado. Além disso, no Brasil, o setor privado apresenta prejuízos derivados da degradação do meio ambiente significativamente maiores do que o setor público, informação que devia causar uma maior conscientização por parte dos agentes e incorporada na análise de decisões, uma vez que, além de riscos à sociedade, pode causar redução dos lucros ou até mesmo prejuízos para um investidor ou empresários.

Como foi visto, o sistema financeiro de um país é fundamental para o desenvolvimento econômico, porém a especulação está inerente a ele, e esse elemento pode ser um problema em muitos casos, (PAULA, 2013). O caráter pro cíclico do mercado financeiro junto aos altos níveis de incerteza que projetos sustentáveis carregam e ao longo tempo de maturação, tornam a oferta de crédito restrita a esses projetos, tornando o desenvolvimento sustentável mais distante de se realizar. A especulação atrapalha quando há a noção da existência de uma dicotomia entre lucro e aspecto socioambiental, onde o lucro será priorizado em detrimento do outro. Contudo, essa visão - que pode ser considerada de curto prazo - é insustentável, tanto pelo lado financeiro – uma vez que a deterioração do meio ambiente pode causar prejuízos - quanto no que se refere à existência humana. Dessa maneira, o Estado se faz



necessário para corrigir essa lacuna deixada pelo mercado financeiro, e os BDs surgem como boas opções de “braços” de atuação (Feil; Feijó, 2021). BDs podem atuar de maneira anticíclica, fornecendo liquidez e reduzindo incertezas, e, no Brasil, o principal BD é o BNDES, e já possui um histórico positivo de como lidar para superar o gargalo de investimentos em infraestrutura. Com isso, pelo problema dos investimentos em infraestrutura ser parecido com o dos investimentos sustentáveis, o BNDES e outros BDs podem impulsionar a mudança, de uma economia poluidora e insustentável no médio e longo prazo para uma economia verde e justa, contribuindo para o desenvolvimento humano.

Referências:

AGUIAR, Camilla. **Perdas econômicas de eventos climáticos extremos no estado do rio de janeiro de 2005 a 2014: um exercício de valoração**. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2016.

ATLAS DIGITAL DE DESASTRES NO BRASIL. Site institucional, 2024. Disponível em: <https://atlasdigital.mdr.gov.br/paginas/index.xhtml#>.

BNDES. Relatório BNDES. **Clima e Desenvolvimento: a Contribuição do BNDES para uma Transição Justa**. Nov. 2022. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/publicacoes/livros/clima-e-desenvolvimento>. Acesso em: 07 nov. 2024.

BRASIL. Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima. **Plano Clima**. Disponível em: <https://www.gov.br/mma/pt-br/composicao/smc/plano-clima>.

CARNEY, Mark. **Breaking the tragedy of the horizon: climate change and financial stability**. Discurso feito no Lloyd's of London, 29 de setembro de 2015.

CHAN, I; FREITAS, M. **O papel dos bancos de desenvolvimento na Agenda 2030: o caso do BNDES**. Revista do BNDES, v. 28, n. 56, p. 11-54, dez. 2021.

CROCCO, Marco; FEIL, Fernanda. Um Ensaio sobre Riscos Ambientais e a Estabilidade do Sistema Financeiro: o caso do Brasil no Pós Pandemia. In: BERCOVICI, Gilberto; SICSÚ, João; AGUIAR, Renan. **Utopias para reconstruir o Brasil**. Ed. 1ª, 2019.

FEIL F.; FEIJÓ C. **Development banks as an arm of economic policy: Promoting sustainable structural change**. International Journal of Political Economy, v. 50, n. 1, p. 44-59, 2021.



HOFFMAN, A. J. Climate Change Strategy: The Business Logic Behind Voluntary Greenhouse Gas Reductions. *California Management Review*, Vol. 47, Nº. 3, pp. 21-46, 2005.

LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of Economic Literature*, XXXV, p. 688-726, 1997.

MAZZUCATO, M; PENNA, C. **Beyond market failures: the market creating and shaping roles of state investment banks**. *Journal of Economic Policy Reform*, v. 19, n. 4, p. 305-326, 2016.

OCAMPO, José Antonio; COSBEY, Aaron; KHOR, Martin. ***The Transition to a Green Economy: Benefits, Challenges and Risks from a Sustainable Development Perspective***. Report by a Panel of Experts to the Second Preparatory Committee Meeting for the United Nations Conference on Sustainable Development. United Nations Environment Programme (UNEP), 2011.

PAULA, Luiz Fernando de. **Financiamento, crescimento econômico e funcionalidade do sistema financeiro: uma abordagem pós-keynesiana**. *Estudos Econômicos* (São Paulo), v. 43, p. 363-396, 2013. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/ee/a/CPCSLCcyCiqdd9LKP4WkwqB/>.

PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de; RACCICHINI, Andrea; BASTOS, Marina das Neves. **Papel dos bancos de desenvolvimento no financiamento do desenvolvimento sustentável no Brasil**. *Cadernos do Desenvolvimento*, v. 18, n. 35, p. 15-54, 2024.

PEREIRA, Diana. **Sustentabilidade nas Empresas: Desvendando o Greenwashing**. *Revista Acadêmica de Tendências em Comunicação e Ciências Empresariais*, n.º 4, 2024.

SICSÚ, João. **A economia da depressão está de volta?**. *Economia e Sociedade*, Vol. 29, Nº. 2, 2020.

TCU. **Recursos Para a Gestão Riscos e Desastres**. Site institucional, 2024. Disponível em: <https://paineis.tcu.gov.br/pub/?workspaceId=8bfbd0cc-f2cd-4e1c-8cde-6abfdffea6a8&reportId=38677b6b-e536-4ad5-896c-5bef379e67d5>.

TEIXEIRA, Fernando Amorim; FEIJÓ, Carmem; FEIL, Fernanda. **Financiamento à infraestrutura no contexto da transição climática no Brasil e o potencial papel do BNDES**. *Cadernos do Desenvolvimento*, v. 18, n. 35, p. 106-140, 2023.



TEIXEIRA, Gustavo. O setor produtivo estatal e a fragilidade financeira da economia brasileira pós-crise internacional de 2008-9. Sociedade Brasileira de Economia Política, 2022.

TEIXEIRA, Maria Daniele de Jesus. NOGUEIRA, Jorge Madeira. **Financiamento do clima: desafios para atuação do sistema financeiro no Brasil**. Revista de Economia da UEG. Vol. 15, N.º 2, jul/dez. 2019.

UNEP (United Nations Environment Programme). **Finance for Nature**. Disponível em: <https://financefornature.unep.org/flows>. Acesso em: 17 set. 2024.

WORLD ECONOMIC FORUM, WEF. **Climate change is costing the world \$16 million per hour: study**. Site institucional, 2023. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2023/10/climate-loss-and-damage-cost-16-million-per-hour/>.



Desafios e oportunidades para o setor energético na transição verde

Gustavo Teixeira F. Silva – Doutorando em economia no PPGE/UFF, pesquisador do
FINDE/UFF e diretor do Instituto Ilumina

O compromisso com a sustentabilidade ambiental e a transição para uma economia de baixo carbono tornaram-se elementos importantes na construção de programas econômicos baseados em políticas orientadas para questões climáticas e sociais. A percepção dos impactos sociais, econômicos e ambientais dos eventos climáticos extremos tem ampliado o engajamento de múltiplos atores no enfrentamento da crise climática. Nesse contexto, diferentes governos têm se empenhado na promoção da descarbonização e transição das matrizes energéticas, bem como na construção de infraestruturas econômicas e sociais mais sustentáveis e resilientes.

Globalmente, o setor de energia é o principal emissor de gases de efeito estufa (GEE), respondendo por 66% das emissões até 2022. A matriz energética global continua fortemente dependente de combustíveis fósseis, com petróleo, gás e carvão compreendendo 80% do total (EPE, 2024)²⁴. Portanto, a transição verde exigirá uma transformação profunda nas estruturas de fornecimento e consumo de energia, conferindo ao setor energético um papel de destaque nesse processo.

No presente texto nós analisamos os principais desafios e oportunidades colocados para o setor energético no atual contexto. Diante da emergência climática, a intervenção estatal tem se dado em duas áreas interconectadas: o planejamento do setor energético e estratégias industriais verdes. O planejamento energético busca equilibrar a promoção de energia limpa com o gerenciamento da segurança energética e preços acessíveis dos insumos energéticos²⁵. Simultaneamente, a política industrial deve impulsionar o desenvolvimento de cadeias de fornecimento de tecnologia limpa

²⁴ Nesse particular, o Brasil possui vantagens comparativas devido à robustez de sua infraestrutura de energia e abundante disponibilidade de recursos energéticos e minerais estratégicos. A infraestrutura energética brasileira deriva dos investimentos estatais estruturantes que remontam ao período do II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PDN) e também de investimentos realizados pela Petrobras e Eletrobras, em meados dos anos 2000, que permitiram, por exemplo, a descoberta do pré-sal e a construção de grandes usinas hidrelétricas. A matriz energética brasileira é uma das mais limpas do mundo, com cerca de 50% da demanda primária atendida por fontes renováveis.

²⁵ O “trade-off” entre essas três dimensões (sustentabilidade, segurança e equidade energética) tem sido descrito como Trilema Energético. Ver, por exemplo, WCE (2024).



por meio de políticas e iniciativas alinhadas a um novo paradigma industrial, descrito como “a era da fabricação de tecnologias de energia limpa” (IEA, 2023).

O texto tem como base projeções e relatórios recentes de organizações multilaterais, e está estruturado em mais três seções além desta introdução. A próxima seção foca nos desafios e oportunidades específicos dos setores de petróleo e gás e de energia elétrica. Na sequência analisa-se como os investimentos em energia e em tecnologias limpas estão distribuídos em nível global. Por fim, são apresentadas algumas considerações a título de conclusão.

Desafios e oportunidades da descarbonização do setor energético

O setor energético abrange as várias etapas necessárias para fornecer um combustível ou serviço de energia aos usuários finais, normalmente envolvendo o comércio de commodities energéticas. Isso inclui a geração de energia ou a transformação de combustível, juntamente com transporte, transmissão, distribuição e armazenamento (IEA, 2024a). As principais características do setor são a necessidade de grandes investimentos de capital, economias de escala e regulamentação significativa do mercado doméstico. Sua exploração e operação são frequentemente vinculadas a concessões públicas e garantias monopolistas.

Em resposta à necessidade de reduzir as emissões de GEE, os cenários globais²⁶ enfatizam o aumento de recursos de energia limpa²⁷, eletrificação e eficiência energética, juntamente com uma redução significativa na demanda por combustíveis fósseis.

Para a indústria de petróleo e gás, o desafio imediato é reduzir a intensidade das emissões. No entanto, à medida que a transição energética avança e a dependência de combustíveis fósseis diminui, há um risco crescente de desvalorização desses ativos. Isso inclui a potencial perda de valor (*impairment*) de reservas de óleo e gás, infraestruturas e indústrias, impulsionada por políticas climáticas, pressão de partes interessadas e/ou mudanças nas condições do sistema financeiro, o que introduz riscos financeiros adicionais para empresas e economias dependentes de receitas de exportação de petróleo (Ansari, 2020).

²⁶ Tanto no cenário de emissão líquida zero (NZE), quanto nos cenários planejados anunciados (APS).

²⁷ As tecnologias de energia limpa incluem renováveis como hidroelétrica, solar e eólica, e combustíveis nucleares e fósseis com captura e armazenamento de carbono (CCS), hidrogênio e amônia e bombas de calor em larga escala.



De uma perspectiva macroeconômica, este é um desafio significativo para os formuladores de políticas, pois eles devem contornar o equilíbrio entre capitalizar novas descobertas de petróleo e gás, que oferecem oportunidades lucrativas para o desenvolvimento econômico, e a necessidade de cumprir metas globais e nacionais de descarbonização. Um fator importante a se considerar é que os planos de investimento e estratégias financeiras de muitas empresas petrolíferas e de países exportadores de petróleo são intimamente ligados à dinâmica geopolítica e à volatilidade dos ciclos de preços, o que influencia os fluxos de capital para economias dependentes de *commodities* (Akyus, 2020).

Um aspecto positivo é que as empresas de petróleo e gás estão bem posicionadas para desempenhar um papel crítico na transição energética, devido à sua capacidade de inovação, investimento em larga escala e experiência em gerenciamento de projetos intensivos em capital. Elas também têm o potencial de adaptar e redirecionar a infraestrutura existente para produção de energia limpa. Algumas empresas estão gradualmente mudando sua natureza de fornecedoras de combustível para empresas de energia mais diversificadas, realizando investimentos e assumindo compromissos em iniciativas de energia limpa e eficiência energética, através, por exemplo, de tecnologias de captura e armazenamento de carbono (CCS), eletrificação, tecnologias offshore, biocombustíveis, e-combustíveis (como combustível de aviação sustentável – SAF), hidrogênio e outros (IRENA e CPI, 2020).

No entanto, apesar dessa mudança, os volumes de investimentos das empresas de petróleo em energia limpa permanecem relativamente baixos em comparação com seus investimentos em combustíveis fósseis e bastante abaixo dos níveis necessários para atingir as metas de 2030. Além disso, de acordo com a AIE (2024c), aproximadamente metade dos investimentos em energia limpa da indústria de petróleo e gás em 2023 foi direcionada para fusões e aquisições (M&A) de empresas de energia limpa, em vez do desenvolvimento direto de novos projetos.

No setor elétrico, os principais desafios incluem a integração de fontes de energia renovável e o aumento da resiliência da infraestrutura para dar suporte ao aumento da eletrificação, especialmente diante de eventos climáticos extremos, como tempestades, inundações e incêndios florestais. Além disso, há uma necessidade de desvincular os preços da eletricidade da volatilidade dos mercados de combustíveis fósseis, agilizar a implantação de tecnologias de energia limpa e melhorar a proteção aos consumidores, sobretudo os mais vulneráveis.



Esses fatores contribuem para aumentar a complexidade sobre a demanda de operação do setor elétrico, necessitando de coordenação direta dos estados, por meio de planos integrados, planejamento estratégico e/ou políticas nacionais de longo prazo. Além disso, a natureza intermitente das fontes de energia renováveis, como eólica e solar fotovoltaica, necessita ser complementada por opções de geração de energia estável como sistemas de armazenamento hidrelétrico, nuclear²⁸ ou de bateria.

Esse desafio tem renovado o interesse dos governos em projetos nucleares, incluindo o desenvolvimento de tecnologias para pequenos reatores modulares (SMR) (IAEA, 2023)²⁹. Contudo, a tecnologia de energia nuclear é dominada por um pequeno grupo de países e enfrenta esforços significativos, incluindo os custos elevados dos projetos, longos períodos de construção e a desconfiança pública quanto aos aspectos da segurança e da sustentabilidade ambiental (IEA, 2022).

Adicione-se ainda o fato de que a integração de fontes de energia renovável requer infraestrutura de transmissão para distribuir energia por longas distâncias, conectando as localidades que produzem energia renovável aos grandes centros de consumo. A infraestrutura de transmissão elétrica inadequada é identificada como um dos principais obstáculos para a integração de energia limpa e acessível e o avanço da eletrificação (IEA, 2024c).

Por fim, as tecnologias que impulsionam a mudança para emissões líquidas zero (NZE) — como sistemas eólicos, solares, de hidrogênio e eletrificação — são altamente intensivas em recursos naturais. Isso cria uma dependência crítica nas cadeias de fornecimento de minerais para componentes essenciais em tecnologias de energia renovável, eletrificação e eletrônicos, reforçando uma dimensão de dependência da exploração mineral por parte da transição energética.

²⁸ De acordo com a IEA (2022), a energia nuclear contribuiu significativamente para amenizar o aumento das emissões de GGE desde a década de 1970, e deve desempenhar um papel importante na trajetória global para o cenário de emissão líquida zero (NZE), duplicando sua capacidade de geração de 413 GW em 2022 para 812 GW em 2050 no cenário NZE. Nesse cenário, as economias emergentes serão responsáveis por cerca de 90% do crescimento global, com destaque para a China que deve se tornar o principal produtor de energia nuclear até 2030. Nesse particular, a procura por urânio vem crescendo e pressionando os preços do mineral no mercado internacional.

²⁹ Conforme a AIEA (2023), os pequenos reatores modulares são uma alternativa para atender a necessidade de geração de energia flexível para uma gama mais ampla de aplicações e consumidores, oferecendo a oportunidade de combinar a energia nuclear com fontes alternativas como as renováveis. A indústria de big techs, por exemplo, tem anunciado importantes planos de investimento nessa tecnologia.



O novo desequilíbrio global de energia verde: desafios tecnológicos

Os desafios e oportunidades colocados ao setor energético exigirão um aumento substancial no investimento de capital em tecnologias e infraestrutura de energia limpa. As cadeias de fornecimento de energia limpa e tecnologia estão profundamente interconectadas. Por um lado, as cadeias de fornecimento de energia limpa precisam de tecnologias que devem ser fabricadas e colocadas em operação. Por outro lado, todos os estágios distintos da cadeia de fornecimento de tecnologia limpa consomem energia e, portanto, dependem das cadeias de fornecimento de energia.

As cadeias de fornecimento de tecnologia de energia limpa abrangem todas as etapas necessárias para instalar essas tecnologias, desde a extração e transformação de minerais (materiais críticos e a granel) até a fabricação e instalação de componentes, operação, descomissionamento e reutilização ou reciclagem de materiais. Apesar da maturidade de algumas tecnologias verdes, como energia eólica e solar, a AIE (2023) estima que metade das reduções de emissões de GEE necessária até 2050 para atingir o NZE virão de tecnologias que ainda não são comercialmente viáveis, incluindo inovações, como os pequenos reatores modulares (SMRs). Isso ressalta a necessidade de uma coordenação estreita entre as políticas energéticas e industriais para garantir o sucesso da transição energética.

As economias avançadas estão respondendo a esses desafios lançando planos econômicos de trilhões de dólares que integram políticas industriais com a fabricação de tecnologia de energia limpa, mesclando objetivos climáticos com preocupações de segurança nacional. Para permitir a fabricação de energia limpa e estabelecer liderança neste novo mercado, os governos estão adotando novas estratégias industriais. Essas estratégias usam instrumentos específicos para apoiar empresas e instituições em ciência, tecnologia e inovação, incluindo uma mistura de incentivos fiscais, subsídios, compras públicas e requisitos regulatórios (FMI, 2024; IEA 2024c)³⁰.

Enquanto as economias avançadas possuem as condições tecnológicas e a expertise necessárias, e a China domina o mercado de minerais de terras raras e o seu processamento, as economias em desenvolvimento e mercados emergentes (EMDEs), especialmente na África, detêm grande parte do acesso a minerais críticos (WEC,

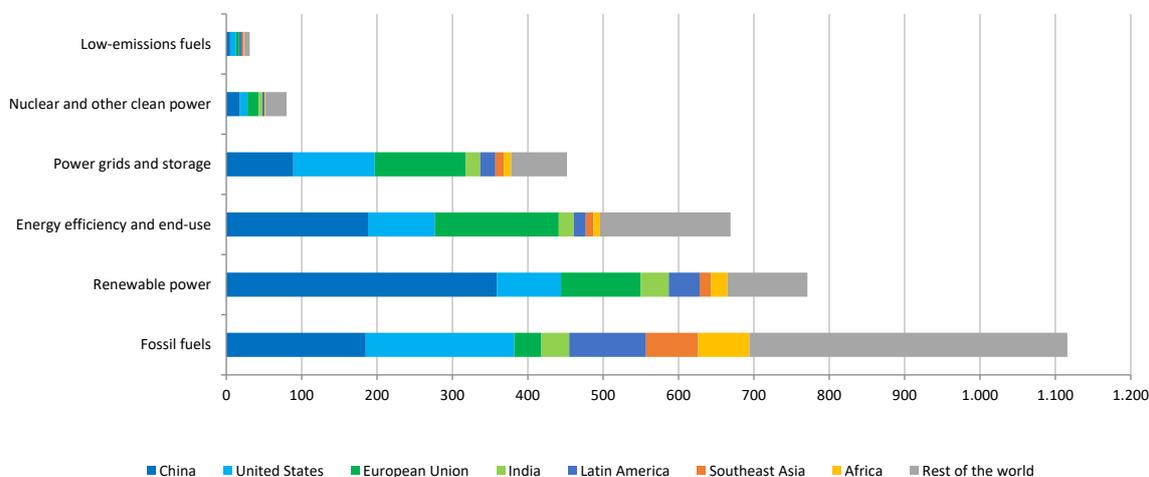
³⁰ Segundo levantamento do FMI (2024, p.18-19), a preocupação relacionada ao clima foi a segunda motivação dos governos (28%), e o desenvolvimento de produtos tecnológicos de baixo carbono o segundo setor de maior foco das políticas industriais implementadas em 2023.



2024). Isso tem resultado numa concentração dos investimentos em energia e fabricação de tecnologias limpas, o que pode levar a uma nova divisão global do trabalho centrada na produção de energia renovável e nas cadeias de valor de tecnologia de energia limpa.

Por exemplo, no ano passado, o investimento global em energia renovável, em redes e armazenamento, ultrapassou o gasto total em combustíveis fósseis pela primeira vez, com US\$ 500 bilhões alocados somente para energia solar fotovoltaica (IEA, 2024c). Em 2024, o investimento global em energia deve exceder US\$ 3 trilhões, com US\$ 2 trilhões direcionados para tecnologias de energia limpa, infraestrutura para redes de energia e armazenamento e medidas de eficiência energética. O investimento em energia da China é estimado em quase US\$ 680 bilhões, enquanto os Estados Unidos e a União Europeia devem investir cerca de US\$ 300 bilhões e US\$ 370 bilhões, respectivamente. Em contraste, as economias em desenvolvimento representam apenas 15% do investimento total em energia limpa (Figura 1).

Gráfico 1. Investimento global em energia limpa e combustíveis fósseis no ano de 2024 (estimado), por país e região selecionados, bilhões de dólares (2023)



Fonte: World Energy Investment 2024 (IEA, 2024c).

Nota: Outra energia limpa = energia de combustível fóssil com CCUS, hidrogênio, amônia e bombas de calor em larga escala. Combustíveis de baixa emissão = bioenergia moderna, combustíveis de baixa emissão baseados em H2 e CCUS associados a combustíveis fósseis e inclui captura direta de ar.

Em 2023, o setor público foi responsável por 37% das fontes de investimento e 25% das fontes de financiamento dos projetos em energia. Em economias em



desenvolvimento e mercados emergentes, cerca de metade de todos os investimentos em energia foram feitos por governos ou empresas estatais, contrastando fortemente com apenas 15% da participação estatal em economias avançadas.³¹ As empresas petrolíferas nacionais (NOCs) contribuíram com parcela significativa, especialmente no Oriente Médio e na Ásia. No entanto, o investimento em inovação energética nas EMDEs (excluindo a China) continua sub-representado, com apenas 6% dos gastos públicos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), e 3% de P&D corporativo originários dessas regiões (IEA, 2024c).

O investimento em manufatura tem sido igualmente concentrado, com instalações de produção de baterias e energia solar fotovoltaica, respondendo por 95% do total de investimentos em 2023. A China realizou a maior parte desse investimento (três quartos), enquanto a participação combinada dos Estados Unidos e da União Europeia atingiu 16%. Nenhum investimento em manufatura foi registrado na África ou na América Central e do Sul. O alto custo de capital para projetos de energia limpa em economias em desenvolvimento e mercados emergentes, fora da China — relatado frequentemente entre duas ou três vezes maior do que nas economias avançadas — é identificado como a grande barreira ao aumento do investimento nessas regiões (IEA, 2024b).

Considerações finais

Diante do exposto, é aceitável supor que a evolução do processo de transição energética pode ampliar as disparidades tecnológicas e estruturais que existem entre os países. Expandir o investimento global em energia e manufaturas com tecnologias limpas é um desafio para acelerar o progresso em direção ao NZE, mas também uma oportunidade econômica para mudança estrutural em economias em desenvolvimento e mercados emergentes.

Para tanto, os governos destas economias devem evitar cair numa “armadilha do neoextrativismo” e desenvolver estratégias industriais que promovam o investimento e a transformação da estrutura produtiva, e o setor energético pode ser um vetor central neste processo.

³¹ A propriedade estatal representa 60% dos ativos energéticos na China. O governo chinês vem adotando medidas para apoiar grandes empresas públicas e bancos estatais no financiamento de energia limpas (IEA 2024c, p.32).



Dadas as características do setor energético, historicamente há grande participação de empresas estatais, em especial nos países em desenvolvimento. Atualmente, as empresas petrolíferas nacionais (NOCs) administram grande parcela da produção e das reservas globais de petróleo, enquanto 60% da capacidade de geração em energia renovável, energia hidrelétrica e energia nuclear são de propriedade estatal. Além disso, quase todos os projetos de captura e armazenamento de carbono receberam apoio público, com um terço das capacidades operacionais sob empresas estatais (OCDE, 2022).

Nesse sentido, uma alternativa pode estar na adoção de políticas de propriedade estatal que combinem os planos de negócios das empresas estatais no setor energético e políticas industriais com uma estratégia mais ampla de desenvolvimento econômico e social.

Referências

Akyuz, Yilmaz. The commodity-finance-nexus: twin boom and double whammy. *Revista de Economia Contemporânea* (2020) 24(1): p. 1-13.

Ansari, D.; Holz, F. (2020). Between stranded assets and green transformation: Fossil-fuel-producing developing countries towards 2055. *World Development* 130 (2020) 104947. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2020.104947>

IEA (International Energy Agency). Nuclear Power and Secure Energy Transitions. Paris, June 2022.

IEA (International Energy Agency). Energy Technology Perspectives 2023. Paris, January 2023.

IEA (International Energy Agency). Reducing the Cost of Capital Strategies to unlock clean energy investment in emerging and developing economies. Paris, February 2024a.

IEA (International Energy Agency) Advancing Clean Technology Manufacturing: An Energy Technology Perspectives Special Report. Paris, May 2024b.

IEA (International Energy Agency) World Energy Investment 2024. Paris, June 2024c.

IAEA (International Atomic Energy Agency). What are Small Modular Reactors (SMRs)? Joanne Liou, IAEA Office of Public Information and Communication. Vienna, September 2023.



IMF (International Monetary Fund). The Return of Industrial Policy in Data. Prepared by Simon Evenett, Adam Jakubik, Fernando Martín, Michele Ruta. Working Paper nº 24/1. 2024.

IRENA and CPI (International Renewable Energy Agency and Climate Policy Initiative). Global landscape of renewable energy finance, 2020, International Renewable Energy Agency, Abu Dhabi. ISBN: 978-92-9260-523-0. 2023.

WB (World Bank). State-Owned Enterprises and Climate Action. Washington, D.C.: World Bank Group. Working Paper 164952. Washington, DC. World Bank, 2021.

WEC (World Energy Council). World Energy Trilemma Report. <https://trilemma.worldenergy.org/>. London, 2024.



“Ainda estou aqui”, e eles ainda estão aqui

Paulo Gonzaga M. de Carvalho – pesquisador do Finde/UFF³²

“Ainda estou aqui”, e eles ainda estão aqui

“Essa história tem que ser contada para não ser repetida”

Fernando Henrique Cardoso

“Um dia, os ditadores vão sumir no esgoto da História, mas os livros e filmes ficarão”

Walter Salles³³



Eunice Paiva

O filme “Ainda estou aqui” de Walter Salles com Fernanda Torres e Selton Mello tem conquistado corações e mentes no Brasil e no mundo a fora. É tido como praticamente certo que o filme esteja entre os cinco que irão concorrer a melhor filme internacional. Será um feito e tanto pois apenas quatro filmes brasileiros, até agora, o conseguiram esse feito: “O Pagador de Promessas” (1963); “O Quatrilho” (1996); “O Que É Isso,

³² Agradeço as críticas e sugestões de Eloisa Castro e dos editores do Boletim do Finde.

³³ <https://www.terra.com.br/diversao/entre-telas/ainda-estou-aqui-resgata-a-importancia-de-contar-os-horrores-do-regime-militar-brasileiro-a-uma-nova-geracao,75bb17560f7ce57b59c002d6c8feb7b9qe306f5q.html>



Companheiro? “ (1998); e “Central do Brasil” (1999)³⁴. Nosso melhor momento no Oscar de filme estrangeiro, agora denominada de filme internacional, foi na segunda metade dos anos 90, quando em quatro anos, de 1996 a 1999, conseguimos três indicações. Foi o período conhecido como “retomada”, quando o cinema brasileiro renasceu das cinzas, depois de quase destruído com o fim da Embrafilme no Governo Collor. Toda a institucionalidade no setor mudou com a Lei Rouanet (1991)³⁵ de incentivo ao cinema nacional. Ficam três questões: por que a era Embrafilme (1969-1990) foi tão malsucedida no Oscar e por que a fase 1996-99 foi tão boa e as décadas seguintes tão ruins em relação ao posicionamento do cinema brasileiro nesse prêmio?

Agora, parece, que, finalmente, estamos competitivos com um filme de reconhecimento internacional – vide prêmio no Festival de Veneza – com o apoio de uma grande distribuidora, a Sony Pictures Classics³⁶. A disputa é grande, não basta o filme ter qualidade, ele precisa ser bem divulgado³⁷, e, para isso é fundamental a passagem por festivais internacionais, de preferência conseguindo prêmios e apoio de uma distribuidora de peso. Já indicamos grandes filmes no passado, mas não conseguiram essa combinação de reconhecimento com divulgação. Alguns exemplos seriam: “Deus e o Diabo na Terra do Sol” (1965), “Bye Bye Brasil” (1980), “Pixote, a Lei do Mais Fraco” (1981)³⁸, “Cidade de Deus” (2003)³⁹. “Ainda estou aqui” é também um grande sucesso de público no Brasil, com sessões lotadas, aplausos e grande repercussão nas redes sociais.

³⁴ “Orfeu Negro” (1959) fica fora dessa relação, pois apesar de falado em português, concorreu ao Oscar pela França.

³⁵ Programa Nacional de Apoio à Cultura (Pronac), instituído pela Lei nº 8.313, de 23 de dezembro de 1991 conhecido como Lei Rouanet.

³⁶ Segundo o crítico Dalenogare, a Sony tem dois filmes na disputa para o Oscar “Ainda estou Aqui” e “O quarto ao lado” de Almodóvar. A distribuidora está privilegiando o filme brasileiro, pois considera que esse tem mais chances de ganhar prêmios, do que o do Almodóvar, que é falado em inglês, premiado e de diretor mais conhecido. Vide Oscar 2025 - Melhor ator e atriz (prévia de novembro) - Fernanda Torres ganha mais visibilidade <https://www.youtube.com/watch?v=SE4cJbBIJaA>

³⁷ Esse é um ponto sempre destacado pelo crítico Waldemar Dalenogare Neto, vide seus vídeos sobre o Oscar em <https://www.youtube.com/user/dalenogarecriticas>.

³⁸ “Pixote” foi indicado pelo Brasil, mas foi desclassificado pois, por um erro dos distribuidores, foi lançado no Brasil antes do prazo estabelecido para concorrer ao Oscar.

³⁹ Cidade de Deus conseguiu indicações para o Oscar de melhor diretor, melhor roteiro adaptado, melhor edição e melhor fotografia, o que foi um feito notável. Mas, paradoxalmente, não conseguiu entrar na lista dos cinco concorrentes a melhor filme estrangeiro. Esse fato contribuiu para que fossem alteradas, pela Academia, os critérios de seleção para os filmes estrangeiros. Vide Delagonore - Cidade de Deus e o esnoque no Oscar de melhor filme estrangeiro em 2003 - Histórias do Oscar #5 <https://www.youtube.com/watch?v=HsZI-E1LpFc>



Por que esse filme foi tão bem-sucedido? Vários são os motivos. Um de seus maiores méritos foi o roteiro, o foco desse artigo, começando pela forma como o livro em que baseia, de Marcelo Rubens Paiva, foi adaptado⁴⁰. O livro é mais completo, em vários aspectos, mas o filme é melhor que o livro. O que é pouco comum no cinema quando se trata de um bom livro⁴¹.

O Elton John disse que nem tudo que está no filme sobre sua vida - *Rocketman* - é real, mas que tudo é verdadeiro⁴². Isso se aplica a "Ainda estou aqui". Muitas cenas do filme não estão no livro e várias cenas do livro estão no filme, mas são apresentadas de forma diferente. Por exemplo a cena final, com a Fernanda Montenegro, está no livro, mas de outra forma. No livro Eunice, mesmo com Alzheimer, ao reconhecer seu ex-marido na televisão fala, para seu filho Marcelo, as palavras "olha, olha, olha". No filme, Marcelo não está ao seu lado, ela está sozinha vendo televisão e "fala" com o olhar ao ver a foto de Rubens Paiva, sem que ninguém perceba o que está acontecendo. A cena no filme é muito mais verdadeira e com maior carga dramática do que a real, que está no livro.

A maioria das cenas da parte inicial do filme, antes da prisão, não estão no livro. Podem ser totalmente criação dos roteiristas ou podem ter como base situações reais, baseadas em entrevistas com os filhos de Eunice Paiva. Há nesse segmento cenas ótimas, que criam forte empatia do público por Rubens Paiva e sua família: o dente de leite enterrado; o jogo de totó; a régua para "medir nariz de mentiroso"; as duas filhas dançando ao som de "Je t'aime moi non plus" sem saber o que diz a letra; toda família dançando "Take Me Back to Piauí" de Juca Chaves; a conversa de Eunice com Rubens sobre o "exílio antecipado" da filha mais velha (Veroca) na Inglaterra. Essas são algumas das pequenas cenas que tornam "Ainda estou aqui" um grande filme. A escolha das canções foi muito criativa e foge do esperado. Por exemplo, não há músicas de Chico Buarque, compositor muito presente nesse período.

O filme também se diferencia de outros filmes sobre desaparecidos em regimes militares. Dois filmes com temáticas similares são "O Desaparecido" (1982) de Costa-

⁴⁰ Ainda estou aqui – Marcelo Rubens Paiva, editora Alfaguara 2015

⁴¹ Em Hollywood costuma-se dizer que livros ruins geram bons filmes e o principal exemplo seria "E o vento Levou". Isso pode ser verdade, pois conta-se nos dedos os clássicos do teatro e literatura norte americana que se tornaram grandes filmes. Se Hemingway tivesse escrito um livro sobre super-heróis a realidade seria outra.

⁴² <https://www.theguardian.com/global/2019/may/26/elton-john-in-my-own-words-exclusive-my-life-and-making-rocketman> acesso em 31/11/24



Gravas, que ganhou a Palma de Ouro no Festival de Cannes e teve várias indicações ao Oscar e “Zuzu Angel” (2006) de Sérgio Rezende. Em ambos, grande parte do filme é dedicado à procura do preso desaparecido e, no caso de “Zuzu Angel”, também na denúncia do ocorrido. Portanto tudo, ou quase se tudo, se passa depois da prisão. “Ainda estou aqui” foge a esse padrão.

O filme tem três partes, antes da prisão, a prisão e depois da prisão. A parte final é a menor. Há uma preocupação de fazer o contraste entre a luz (antes da prisão) e da sombra (o depois). A vida da família Paiva é apresentada de forma solar, quase idílica: praia, brincadeiras, dança etc. Mas o perigo está presente, como mostra a blitz violenta da polícia no túnel e as conversas com os amigos. Um deles (Fernando Gasparian) decide se exilar e aconselha Rubens Paiva a fazer o mesmo. A filha mais velha (Vera Paiva), a mais revoltada, é enviada, preventivamente, para casa de amigos na Inglaterra. Rubens Paiva é apresentado como um pai muito amoroso, brincalhão, próximo aos filhos. “Um sujeito boa-praça, um dos homens mais simpáticos e risonhos que muitos conheceram” p. 113 (Paiva 2015). Selton Mello está perfeito no papel de Rubens Paiva. Segundo Marcelo Paiva, o ator contribuiu muito, improvisando falas e situações que não estavam no roteiro⁴³. Sua atuação surpreendeu a família, pois criou o personagem sem apoio de material audiovisual, que existia para Eunice Paiva, e foi “perfeito”, segundo Marcelo Paiva.

Poder se ia argumentar que que o filme distorce a realidade pois esses não seriam “anos dourados” para quem vivia no Rio de Janeiro. Mas eram, se você fosse da classe média da Zona Sul, não tivesse envolvimento, direto ou indireto, com a política e, de preferência, não fosse universitário. Marcelo Paiva, que tinha cerca de 12 anos na época (1971), descreve o período anterior a prisão do pai, como alguns dos melhores anos de sua vida. Era um Rio de Janeiro com menos trânsito, edifícios e violência. A convivência entre as diferentes classes sociais era muito pacífica no Leblon⁴⁴. Marcelo tinha amigos que eram da Favela do Pinto⁴⁵, o que seria impensável hoje. A violência

⁴³ <https://www.youtube.com/shorts/lzqCB134kFU> em 28/11/24

⁴⁴ Tive um professor que que dizia que você andasse ao longo do Jardim de Alah da Lagoa Rodrigo de Freitas até a praia, você passaria por todas as classes sociais brasileiras. Os mais pobres ficavam, em frente à lagoa, na favela da Praia do Pinto, os menos pobres no conjunto residencial da Cruzada São Sebastião, na esquina com a rua Ataulfo de Paiva ficava a classe média no chamado “prédio dos jornalistas”. Finalmente na esquina com Delfin Moreira, de frente ao mar, moravam os ricos.

⁴⁵ A Favela da Praia do Pinto ficava no Leblon, as margens da Lagoa Rodrigo de Freitas, aproximadamente no local onde hoje está o conjunto residencial conhecido como “Selva de Pedra”. Em 1969 um incêndio a destruiu e a população foi removida, vide a respeito https://wikifavelas.com.br/index.php/Praia_do_Pinto acesso em 28/11/24



do regime militar não era de conhecimento público, devido a censura e o país crescia, em meio a um “milagre Econômico”.

O filme poderia ter abordado a vida pregressa de Rubens Paiva como político. Assunto não faltava⁴⁶. Foi político do PTB e presidiu a CPI, que na época teve grande repercussão, sobre o IPES-IBAD⁴⁷. Com o golpe de 1964 foi cassado e mesmo perseguido por militares, numa fuga que envolveu pilotar um avião e vários tiros, conseguiu pular o muro e se exilar na embaixada da Iugoslávia. O filme poderia começar com essa fuga emocionante. Mas o objetivo não era destacar o político e sim valorizar Rubens Paiva como pessoa. Foi um acerto do roteiro, pois gera maior empatia. Nem todos se identificam com um político de esquerda, mas todos se identificam com um pai amoroso e simpático, que Rubens efetivamente era.

A segunda parte do filme, a prisão, é seca, com emoção contida. Algo de muito ruim pode acontecer a qualquer momento, se está consciente disso. Os policiais que invadem a casa armados e que baixam as cortinas – o que será que vai acontecer? Eles são frios e educados. Rubens Paiva está calmo e passa tranquilidade, ninguém grita ou faz escândalo. É levado “só para averiguações” e nunca mais é visto. Posteriormente Eunice e sua filha são levadas para o interrogatório. Eunice fica 12 dias presa, mas não sofre tortura física. A tortura psicológica é a inerente a situação de encarceramento – gritos de torturados, falta de notícias, instalações precárias etc – e já é muito dura. Não há sangue e, fora uma cena muito curta de 3 segundos, a tortura física não é mostrada de forma explícita. O roteiro poderia ter mostrado a tortura de Rubens Paiva – como ocorre, por exemplo, no filme Batismo de Fogo⁴⁸ sobre Frei Tito – mas não faz. O filme segue o ponto de vista de Eunice e mostra apenas o que ela viu. O objetivo do filme

⁴⁶ Ponto destacado por Fernando de Barros e Silva no artigo “Mas onde é aqui” publicado na revista piauí disponível em https://piaui.folha.uol.com.br/materia/o-livro-de-marcelo-rubens-paiva-o-filme-de-walter-salles-e-o-brasil-contemporaneo/#_ftnref1 acesso em 28/11/24

⁴⁷ O Instituto de Pesquisas e Estudos Sociais (IPES) – Instituto Brasileiro de Ação Democrática (IBAD) eram organizações de propaganda anticomunista financiadas pelos EUA/CIA e por empresários nacionais e estrangeiros. O IBAD fazia doações às campanhas de candidatos a cargos eletivos que se alinhavam com seu receituário político. IPES-IBAD eram um importante núcleo de conspiradores contra o Governo Goulart. Depois do golpe, vários de seus membros passaram a integrar o governo militar. Golbery do Couto e Silva foi membro ativo do IPES, onde montou o embrião do que seria futuramente o Serviço Nacional de Informações (SNI).

⁴⁸ Filme de 2007 de Helvécio Ratton sobre vida de Frei Tito, baseado no livro homônimo de Frei Betto. No filme o torturador é o famigerado Delegado Fleury – que o diabo o tenha. Frei Tito nunca se recuperou do trauma da tortura e acaba se suicidando anos depois. Fleury teve uma morte horrível, que combinou ataque cardíaco com afogamento. Especula-se que sua morte teria sido um assassinato para “queima de arquivo”.



não é instigar ódio a um torturador ou a um policial e sim nos identificarmos com o sofrimento de Eunice. O filme inclusive mostra, e isso está no livro, que um dos militares não concorda com os métodos empregados e é solidário com Eunice.

Por isso mesmo o filme não mostra a passagem mais angustiante do livro. Marcelo Paiva imagina a angústia que devia ter sentido o seu pai durante a tortura. Afinal, ele poderia ter ido com a família para o exterior. Gasparian fez isso e o aconselhou a fazer o mesmo. Agora ele está preso, sua mulher e filha também e ele nada pode fazer para defende-las e evitar o pior. Eunice, segundo Marcelo Paiva, durante muito tempo culpou Rubens Paiva por conta disso. Mas depois mudou de ideia e com razão (Paiva 2015). Não se pode culpar a vítima e o culpado é o regime militar. Não estava claro naquele momento, o grau de endurecimento do regime. Raul Ryff, seu amigo, e ex-assessor de imprensa de Jango, por exemplo, estava no Brasil na época e não foi preso e torturado⁴⁹.

Porque Rubens Paiva foi preso e morto? Segundo Marcelo Paiva, não há resposta para essa pergunta⁵⁰. Mas há hipóteses. Para Plínio de Arruda Sampaio, sua participação na CPI do IPES-IBAD selou seu destino. Outros acham que o confundiram com um opositor do regime que tinha ligações com Lamarca⁵¹. Essa segunda hipótese me parece a mais plausível. Ele teria sido barbaramente torturado porque não forneceu uma informação, que simplesmente não tinha. Prenderam o homem errado. Um torturador menos violento e sádico⁵² poderia ter percebido isso⁵³.

Pouco antes dos créditos do filme é apresentada a informação que dois torturadores foram identificados como os responsáveis pela morte de Rubens Paiva, mas não é explicitado o nome deles. Nada é relatado sobre o destino do corpo, que até hoje

⁴⁹ A ditadura brasileira, ao contrário da argentina e chilena, nunca teve como política eliminar fisicamente todos os opositores do regime. Durante o governo Videla, por exemplo, ser preso era praticamente sinônimo de ser assassinado, ou melhor “desaparecido”.

⁵⁰ Marcelo Rubens Paiva apresenta o livro "Ainda estou aqui" <https://www.youtube.com/watch?v=lvM8viBxkrw> acesso em 29/11/24

⁵¹ Ainda estou aqui – Eduardo Bueno - https://www.youtube.com/watch?v=Z-659_uEOVE acesso em 29/11/24. Esse vídeo de Bueno serviu de inspiração para o título desse artigo.

⁵² O médico Amílcar Lobo, que “dava assistência” às torturas, relatou aos responsáveis, que Rubens não resistiria. Mesmo assim a tortura continuou (Paiva 2015). Anos depois, Amílcar Lobo teve seu registro de médico cassado pelo Conselho Federal de Medicina.

⁵³ Para mais informações sobre a tortura e morte de Rubens Paiva vide matéria do O Globo Quem matou Rubens Paiva: relatório revelou, em 2014, assassino de ex-deputado retratado no filme 'Ainda estou aqui' <https://oglobo.globo.com/cultura/noticia/2024/11/26/quem-matou-rubens-paiva-relatorio-revelou-em-2014-assassino-de-ex-deputado-retratado-no-filme-ainda-estou-aqui.ghtml> acesso em 29/11/24



nunca foi encontrado. A hipótese mais aceita é que depois de vários translados, o corpo tenha sido jogado no mar.

Na terceira parte do filme, Eunice se muda com a família para São Paulo. Está no livro, mas não no filme, que o motivo dessa mudança foi que ela se convenceu que marido estava morto. Portanto faz todo sentido querer se afastar de duras lembranças. No final do filme, numa cena tocante, Marcelo Paiva relata que cada filho assumiu que o pai estava morto em momentos diferentes. No seu caso foi quando Eunice se desfez das roupas do marido. O assunto do desaparecimento do pai, não era conversado em família (Paiva 2015). Dá para imaginar a dificuldade e angústia de Eunice ao lidar com o tema, com filhos de diferentes idades, nem todos com amadurecimento para entender o que houve e ainda durante um regime militar, onde falar a verdade, sobre assuntos como esse, é sempre um risco. Não se tocava no assunto também porque a família não queria ficar presa ao passado de vítima da ditadura. Queria ir adiante (Paiva 2015)

Eunice se reinventa, forma-se em direito e se torna advogada militante na defesa dos povos indígenas. Para uma mulher com sua formação, foi uma mudança drástica. As mulheres da geração de Eunice eram criadas para serem donas de casa. Poderiam até trabalhar em caso de necessidade⁵⁴, mas fazer um curso universitário era algo fora do horizonte. Eunice tinha idade para ser mãe de suas colegas no curso de direito, o que foi outro desafio.

Apesar de todas as dificuldades a família se manteve unida, sem grandes traumas, exceto pelo acidente de Marcelo Paiva⁵⁵. Ninguém ficou revoltado a ponto de entrar na luta armada ou traumatizado a ponto de virar um viciado em drogas pesadas. Todos sobreviveram bem. Eunice até certo ponto, até a chegada do Alzheimer. Seu processo de decadência física não é abordado no filme, nem precisava. A cena final, com Eunice vendo televisão, já é suficientemente expressiva⁵⁶. Belo final para um filme sutil, contido, sem choro e sangue, com apenas um grito, que mostra a resiliência de uma família frente ao assassinato e morte sob tortura de seu marido/pai. Não houve velório ou enterro. Por isso o período de luto durou anos (Paiva 2015). Essa é a sina de

⁵⁴ No livro *Caderno Proibido* de Alba Céspedes, que se passa no Itália nos anos 50, um dos personagens masculinos diz que nunca conheceu uma mulher que trabalhasse com prazer, que quisesse seguir uma carreira. Todas trabalhavam apenas por necessidade pois o natural eram ser dona de casa.

⁵⁵ Esse acidente foi tema de seu livro *“Feliz Ano Velho”*. Uma batida na cabeça quando de um mergulho num lago, tornou Marcelo Paiva um tetraplégico, evoluindo depois para paraplégico.

⁵⁶ Eunice Paiva faleceu em 2018, três anos depois da publicação do livro de Marcelo Rubens Paiva.



sofrimento quando um pai (ou mãe, ou etc) é “desaparecido”. “Será que ele morreu mesmo?”. “Será que está muito machucado”, “Será que ele volta?” “Vão pelo menos encontrar o corpo para podermos enterrar?” Essas perguntas devem ter ido feitas inúmeras vezes por uma família que tem toda nossa compaixão e solidariedade. Enquanto os créditos finais do filme passam, a casa onde moravam no Leblon é mostrada vazia. A família se foi e agora é o vazio da residência e da morte de Rubens Paiva.

Tudo isso é passado? Na verdade, não, pois em alguns momentos, o passado está tão presente, que nem parece passado. E o pior é esse ainda pode ser o nosso futuro. Elegemos um presidente (Bolsonaro) que sempre deixou claro suas simpatias pelo governo militar e, em especial, por seus torturadores. Nada disso foi relevante para os eleitores na hora de votar, mesmo porque a satisfação com democracia no Brasil está em queda, diminuiu de 60,9% em 2008 para 48,2% em 2023⁵⁷. Bolsonaro fez um governo desastroso, mesmo assim, por muito pouco não foi reeleito. Hoje sabemos que, coerentemente, tentou dar um golpe militar. Teve apoio do Ministro da Marinha e de generais do alto comando do exército. Não teve apoio decisivo do Ministro do Exército, mas esse, mesmo sabendo da trama golpista, não fez nenhuma denúncia. O mesmo ministério havia considerado democráticos, os acampamentos na porta dos quartéis e impediu a intervenção da polícia, no dia 8 de janeiro de 2023, para prender os invasores do congresso e do supremo. Que saudades do legalismo do General Lott que, como Ministro da Guerra, sufocou várias tentativas de golpe nos anos 50. Isso ficou mesmo no passado.

⁵⁷ Estudo elaborado pelo Centro Latino-Americano de Administração para o Desenvolvimento (Clad). <https://valor.globo.com/politica/pergunta-aos-dados/post/2024/11/democracia-esta-em-baixa-na-america-latina.ghtml> acesso em 30/11/24





Fernanda Montenegro e Fernanda Torres como Eunice Paiva

Bibliografia

Paiva, Marcelo Rubens (2015) Ainda Estou Aqui - Editora Alfaguara

Ainda Estou Aqui

Direção Walter Salles

Roteiristas: Murilo Hauser Heitor Lorega Marcelo Rubens Paiva

Artistas: Fernanda Torres Fernanda Montenegro Selton Mello



BOLETIM DO GRUPO FINDE

Edição quadrimestral: v.5, n.3, set/dez de 2024
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)

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:

Luiza Valenti

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Adriano Vilela Sampaio	adrianovs@id.uff.br
Bruno Mader Lins	brunomaderlins@gmail.com
Carmem Feijo	cbfeijo@gmail.com
Eduardo Mantoan	eduardo.mantoan@hotmail.com
Emanuel H P Santos	emhenrique@id.uff.br
Fernanda Feil	nandafeil@yahoo.com
Gustavo T. F. Silva	gteixeiraeconomia@gmail.com
Julia Leal	juliaa.leal@hotmail.com
Paulo Gonzaga M. de Carvalho	pgmcarvalho@openlink.com.br

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/channel/UC...)



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