



COVID-19 E OS DESAFIOS AO DESENVOLVIMENTO



IMAGENS: Angelina Bambina/Shutterstock e A Gazeta Bahia

AUTORAS E AUTORES DA PUBLICAÇÃO

Carmem Feijó - Adriano Vilela Sampaio - Marco Flávio da Cunha Resende
Pedro Lange Neto Machado - Luiz Fernando de Paula - Mateus Coelho Ferreira
Thiago Antonioli - Linnit Pessoa - Eduardo Mantoan - Vinícius Centeno
Vinícius Brandão - Leandro Monteiro - Luciano D'Agostini - Maurício Weiss

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



ÍNDICE

<u>Apresentação.....</u>	<u>1</u>
<u>Carmem Feijo e Adriano Vilela Sampaio</u>	
<u>A crise da pandemia e a economia brasileira: uma depressão encomendada.....</u>	<u>2</u>
<u>Carmem Feijo</u>	
<u>Emissão de Moeda e de Dívida Durante a Crise Econômica</u>	<u>9</u>
<u>Marco Flávio da Cunha Resende</u>	
<u>Reservas internacionais: Modo de (não) usar</u>	<u>17</u>
<u>Adriano Vilela Sampaio e Maurício Andrade Weiss</u>	
<u>As agências de classificação de risco e o Brasil na crise da Covid-19</u>	<u>22</u>
<u>Pedro Lange Netto Machado</u>	
<u>As medidas de combate a Crise do Coronavírus e a atuação do Banco Central do Brasil em relação a estabilidade do sistema financeiro e política de acesso ao crédito</u>	<u>27</u>
<u>Luiz Fernando de Paula e Mateus Coelho Ferreira</u>	
<u>A letargia da equipe econômica em relação à pandemia: na contramão da experiência internacional</u>	<u>32</u>
<u>Thiago Antonioli</u>	
<u>Resposta econômica à Pandemia do Covid-19: Análise do balanço setorial financeiro da economia brasileira</u>	<u>39</u>
<u>Leandro Monteiro</u>	
<u>Análise da fragilidade financeira das empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil no período pré-pandemia (2016-2019): uma abordagem Minskyana</u>	<u>43</u>
<u>Eduardo Mantoan e Vinicius Centeno</u>	
<u>O papel do Estado como garantidor de emprego e renda durante a pandemia do novo Coronavírus</u>	<u>50</u>
<u>Vinicius Brandão</u>	
<u>O serviço de saúde em tempos de pandemia: os impactos da política de austeridade sobre o setor</u>	<u>55</u>
<u>Linnit Pessoa</u>	
<u>Impactos nos preços de produtos derivados de petróleo, na cadeia sucroalcooleira e no agravamento da crise fiscal dos estados pela depreciação do real e da deflação no mercado mundial de petróleo causada pelo Covid 19</u>	<u>62</u>
<u>Luciano Luiz Manarin D'Agostini</u>	



APRESENTAÇÃO

Carmem Feijo
Professora da Faculdade de Economia da UFF

Adriano Vilela Sampaio
Professor da Faculdade de Economia da UFF

ÍNDICE

Diante do grave quadro de saúde pública que enfrentamos e da crise econômica que se desenrola, é importante que os diferentes atores da sociedade trabalhem em seus campos buscando fazer diagnósticos e propor soluções. Nesse contexto, a universidade pública, responsável pela maior parte da produção científica no Brasil, deve assumir seu protagonismo. Com isso em mente, o Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde) da Universidade Federal Fluminense (UFF), elaborou este boletim, que conta com a participação de pesquisadores de diferentes instituições públicas, como a Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e o Instituto Federal do Paraná (IFPR).

O objetivo do boletim é contribuir para o debate tratando das possíveis consequências econômicas da pandemia e dos desafios para mitigá-las, tanto durante o período de isolamento social, como após seu encerramento. Há análises de cunho mais

geral, que abordam a situação da economia pré-pandemia e as dificuldades e os obstáculos a serem equacionados para a retomada do crescimento, análises sobre as instabilidades do setor externo e um mapeamento e avaliação das primeiras medidas econômicas do governo para aliviar os impactos econômicos da pandemia, em especial sobre as maneiras pelas quais os gastos públicos podem ser financiados. Também são feitas análises mais específicas, em áreas como setor externo, a situação financeira das empresas, mercado de trabalho, setor de saúde, e o impacto da crise do petróleo.

Nos últimos anos o Brasil vem passando por uma estagnação econômica que se refletiu em aumento da pobreza, da concentração de renda, do desemprego e da precarização de condições de trabalho. Diante desse quadro já desfavorável, o enfrentamento eficiente das consequências econômicas da pandemia será decisivo para evitarmos não apenas uma recessão profunda, mas uma tragédia social comprometendo futuras gerações.

Boa leitura.



A CRISE DA PANDEMIA E A ECONOMIA BRASILEIRA: UMA DEPRESSÃO ENCOMENDADA¹

Carmem Feijo

Professora da Faculdade de Economia da UFF. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (FINDE/UFF)

ÍNDICE

A economia brasileira entra no segundo trimestre de 2020 na crise econômica provocada pela pandemia do Covid-19 sem ter se recuperado da recessão de 2015-2016. O PIB de 2019 situava-se ainda cerca de 3,1% abaixo do registrado em 2014. Para 2020, as estimativas de contração do PIB em abril variam de cerca de 5% (Banco Mundial) a 10% (OMC). A larga margem de variação nas estimativas se justifica porque esta crise conjuga uma crise sanitária e uma crise econômica. Do ponto de vista da primeira, os analistas econômicos devem avaliar o custo fiscal das medidas emergenciais para atender à urgência sanitária.

Do ponto de vista econômico, é necessário avaliar como o socorro aos setores de atividade e aos trabalhadores mais afetados pelas regras de distanciamento social impostas pela pandemia serão eficazes para sustentar seus respectivos fluxos de renda. Além disso, não se sabe ainda a extensão da necessidade de afastamento social, e portando o real impacto sobre a oferta agregada. De toda forma, conforme apontam Matei et al (2020), as medidas econômicas anunciadas até agora têm sido tardias, confusas e os recursos liberados em volume insuficiente.

Nesta nota discutimos como a política de austeridade implementada desde 2015 não foi capaz de ativar a confiança dos agentes

privados e alavancar o crescimento. Neste sentido indagamos se o retorno da política de austeridade fiscal será capaz de restaurar a já combalida confiança dos agentes econômicos para produzir a retomada do crescimento da demanda agregada no pós-pandemia².

Como construir um cenário de expectativas positivas para o crescimento

Crises econômicas implicam rompimento com o estado de expectativas vigente antes do episódio detonador. Nestas circunstâncias, o receituário de política econômica, desenvolvido a partir da experiência com a Grande Depressão dos anos 1930, aponta para o uso da política fiscal, mais especificamente a política de gastos públicos, como a mais eficaz para reverter expectativas negativas e preparar a economia para a retomada do crescimento. A política monetária deve atuar como coadjuvante para prover a liquidez para garantir a recomposição de balanços patrimoniais das empresas e os fluxos de renda das famílias, amenizando os impactos negativos no PIB.

A despeito dos avanços da teoria macroeconômica desde o pós-guerra, a crise financeira internacional de 2008 surpreendeu praticamente toda a comunidade acadêmica. A consolidação do 'novo consenso macroeconômico', construído desde os anos



1980 ao longo do período da Grande Moderação, levou à crença na possibilidade de rápida eliminação de crises econômicas de ampla magnitude. Por outro lado, a crescente integração econômica, com a desregulamentação dos mercados financeiros e o processo de globalização, levou à implementação de políticas econômicas de cunho liberal na larga maioria dos países.

Pelo ‘novo consenso macroeconômico’, os instrumentos de política monetária deveriam predominar sobre as políticas fiscal, cambial e de rendas, pois a manutenção da estabilidade de preços e a observância de política de déficit público controlado seriam suficientes para garantir que as livres forças de mercado exercessem de forma eficiente a coordenação de expectativas para sustentar elevadas taxas de crescimento do produto. Mercados pouco regulados e livre mobilidade de capitais supostamente alocariam melhor os recursos, contribuindo para aumentar o crescimento da economia mundial a longo prazo. A crise financeira internacional de 2008 colocou em evidência os limites da política monetária como pilar para todas as demais, e políticas de gastos públicos foram reconhecidas como necessárias para recuperar expectativas empresariais para retomar o crescimento do produto. Em situação de crise profunda, expectativas baseadas no passado recente são invalidadas e novas expectativas precisam ser construídas para recuperar a economia. Passada mais de uma década do episódio detonador da crise financeira de 2008, o que se observa é que as economias reagiram com intensidades diferentes aos estímulos de política econômica, e a importância da política fiscal contracíclica voltou a ser motivo de disputa.

Segundo Skidelsky (2015), o debate em torno da política fiscal evoluiu para o problema dos déficits fiscais e da sua relação com o crescimento econômico. Ou seja, o autor indaga se a política de gastos públicos deveria ser expansiva, e deliberadamente ampliar os déficits fiscais para compensar a queda na demanda privada, ou se a política de gastos deveria ser restritiva para liberar recursos para os gastos privados. A macroeconomia keynesiana, desenvolvida a partir da crise dos anos 1930, indicaria uma política de expansão de gastos e a macroeconomia do ‘novo consenso macroeconômico’ a política de contenção de gastos. Para Skidelsky, em ambos os casos, a questão central é como construir a credibilidade da política fiscal para que sua execução influa positivamente nas expectativas de gasto dos agentes privados. Uma política fiscal crível seria aquela que daria confiança às expectativas dos agentes para realizarem gastos e fazerem planos de investimento com horizonte longo de tempo.

A ideia de confiança nas expectativas foi introduzida originalmente por Keynes (1936, capítulo 12). Para ele, dado que expectativas são formadas em ambiente de incerteza não probabilística, o estado de confiança, formado em práticas de negócios e convenções de política econômica, é o fator relevante para explicar a tomada de decisões dos agentes privados. Assim colocado, fica claro que o problema da confiança é como conquistá-la (ver Carvalho, 2017). Isto porque a implementação de políticas econômicas depende de uma correta avaliação do contexto econômico e da capacidade de criação de consensos políticos para ampliação do espaço de política.



Nossa hipótese é que as autoridades de política econômica deveriam sinalizar com políticas expansionistas e pelo crescimento para conquistar a confiança dos agentes privados. Em geral, a austeridade fiscal não contribui para retomar o crescimento econômico em economias em recessão e torna mais difícil a tarefa de reduzir os déficits orçamentários e a dívida pública como proporção do PIB. Infelizmente, para aqueles que defendem políticas de corte de gastos públicos pró-cíclica, é justamente essa dificuldade que reforça a crença que mais aperto fiscal é necessário.

A experiência recente da economia brasileira com políticas de contenção e contingenciamento de gastos públicos resultaram em: recessão em 2015 e 2016; combinação de pífias taxas de crescimento econômico e de investimento e elevado grau de ociosidades de capital e trabalho. Nossa interpretação é que a lenta retomada do crescimento após a recessão de 2015-2016 foi resultado do baixo grau de confiança na política de contenção e contingenciamento de gastos públicos adotada desde 2015. Porém, mesmo com resultado econômico tão medíocre, a intenção expressa das autoridades econômicas no auge da pandemia é a de retorno às políticas de austeridade, tão logo o estado de emergência

fiscal esteja superado. No Relatório do Tesouro Nacional (fevereiro de 2020, sumário executivo) lê-se:

Importante considerar que, no combate à crise do Coronavírus, devem-se evitar os erros cometidos em 2009, quando o uso defensável de políticas anticíclicas foi ampliado no pós-crise e estas se tornaram políticas permanentes de concessão de subsídios e de maior intervenção do Estado na economia. Um exemplo é o Programa de Sustentação do Investimento (PSI)...Assim, é importante que as despesas para combater a crise do Coronavírus sejam gastos de natureza temporária, cobertos pela abertura de crédito extraordinário no âmbito do decreto de calamidade pública, em 2020.

A política fiscal expansionista neste ano não é a típica política Keynesiana de expansão do gasto e investimento público.³

Neste sentido, entendemos que possivelmente uma depressão pós-pandemia está sendo contratada.

Porque a economia brasileira não se recuperou da recessão de 2015-2016: a retração da taxa de investimento

A Tabela 1 mostra que no período de 2017-2019, a taxa acumulada de crescimento do PIB (1,3% aa) não alcançou a taxa do quadriênio 2011-2014 (2,3% aa). Dos componentes da demanda agregada, o de maior flutuação é a formação bruta de capital fixo, com crescimento de 1,2% aa no último triênio.

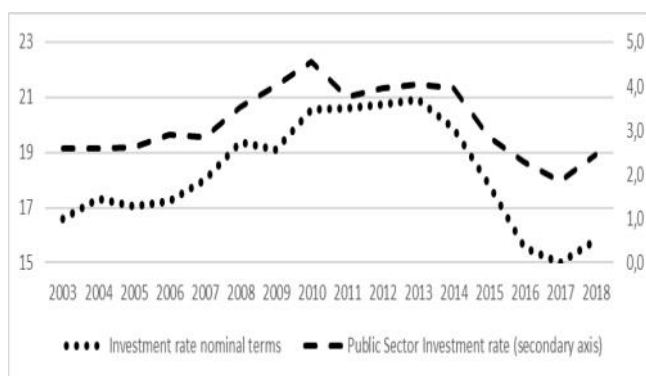
Tabela 1: Taxas médias de crescimento (média geométrica) do PIB e componentes da demanda agregada: períodos escolhidos em %

	PIB	Consumo das Famílias	Consumo do Governo	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações	Importações
2011-2014	2.3	3.5	1.7	2.2	1.4	3.6
2015-2016	-3.4	-3.5	-0.6	-13.0	3.8	-12.3
2017-2019	1.3	2.0	-0.2	1,2	2,1	5,3



Uma análise mais detalhada desse componente (Gráfico 1) mostra que o investimento agregado começou a aumentar em 2004-2005 e continuou gradualmente até 2013. A partir de 2008 o investimento público é crescente até 2010, contribuindo positivamente para sustentar a demanda agregada após a crise financeira internacional de 2008. Em 2013 a taxa de investimento agregada chegou a 20,9% do PIB, porém, as condições domésticas para financiar o investimento a longo prazo e as expectativas empresariais não eram as mesmas de 2008. Vários fatores contribuíram para essa mudança: a lenta recuperação da economia mundial, o declínio do crescimento nas economias emergentes (incluindo a China), a crise do euro em 2011-12 e a mudança na ênfase da política macroeconômica que passou a privilegiar incentivos pelo lado da oferta (a Nova Matriz Macroeconômica). A partir de 2013, a taxa de investimento inverte a tendência de crescimento, seguida pela queda do investimento público em 2014.

Gráfico 1: Formação Bruta de Capital Fixo/PIB (%): Total da Economia e Setor Público (2003-2018)

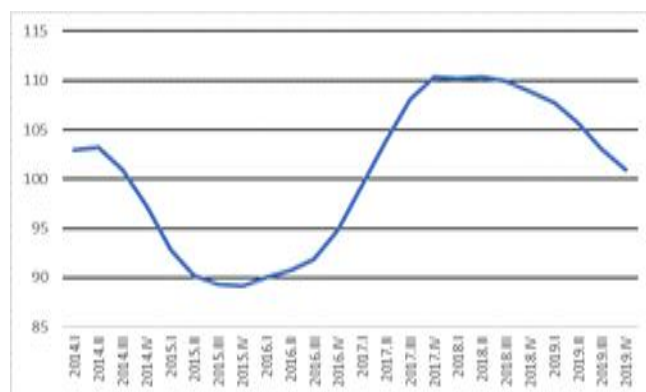


Fonte: IBGE, Contas Nacionais Trimestrais; Observatório de Política Fiscal (IBRE-FGV), disponível em: <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/investimentos-publicos-1947-2018> <https://observatorio-politica-fiscal.ibre.fgv.br/posts/nova-serie-historica-de-investimentos-publicos-1947-2018>.

Em 2019, a taxa de investimento, ainda que baixa (17,5%), apresentou uma pequena

melhora em relação a 2018 (17,3%). Porém, o resultado do crescimento da formação bruta de capital fixo em 2019 (2,2%) foi menor que a taxa de 2018 (3,9%), e com tendência a desaceleração no último trimestre do ano (Gráfico 2). Além disso, o elevado nível de desemprego (11,9% em 2019, segundo PNADC do IBGE) e o baixo grau de utilização da capacidade na indústria (média de 77,7% de 2015 a 2019, segundo a Confederação Nacional da Indústria), sinalizam para uma demanda agregada bastante reprimida.

Gráfico 2: Formação Bruta de Capital Fixo: índice de média móvel acumulado em 4 trimestres %



Fonte Contas Nacionais Trimestrais.

Os sinais de desaceleração da economia brasileira eram percebidos em 2014, mesmo assim, em 2015, a proposta de política econômica foi de austeridade fiscal com contenção e contingenciamento de gastos públicos. O crescimento da razão dívida bruta do governo geral/PIB em 2015 (passou de 56,3% em 2014 para 65,5% em 2015) e a dificuldade em diminuir despesas orçamentárias para reduzir o ritmo de crescimento do endividamento público alimentaram a narrativa que a única alternativa para sustentar taxas satisfatórias de crescimento se-ria introduzir novas regras fiscais (como a PEC do teto dos gastos em 2016, além de reformas como a flexibilização



do mercado de trabalho e a reforma da previdência) e metas rigorosas de superávits primários para conquistar a confiança dos investidores privados. Uma vez conquistada a confiança, acreditava-se que o país entraria em trajetória de crescimento sustentado.

O aumento da razão dívida pública/PIB em 2015, assim como em 2016 (quando chegou a 69,8%) pode ser em grande parte explicada pela contração dos investimentos públicos, que contribuíram para queda do PIB nestes dois anos e pelo fraco desempenho nos anos seguintes. Mais ainda, a mudança na orientação da política econômica, num quadro de instabilidade da política institucional, com destaque para a operação 'lava jato' e o *impeachment* da presidente Dilma Rousseff, elevou o grau de incerteza na economia pelo acirramento de posições políticas e o rompimento com convenções estabelecidas. Em ambiente de incerteza exacerbada e desacertos na política econômica, planos de gastos são postergados e comportamentos defensivos predominam.⁴

Acrescente-se ao cenário de desaceleração da demanda agregada o aumento do peso do endividamento nos balanços privados. Em relação as empresas não financeiras, por exemplo, estudo CEMEC (2016) apurou que mais de 50% das grandes empresas de capital aberto (excluindo Petrobras), no início de 2016, não geravam caixa suficiente para cobrir despesas financeiras, ou seja, estariam numa posição Ponzi. Pode-se se indagar em que medida, num contexto de alto endividamento privado e baixo crescimento econômico (elevada ociosidade), uma política econômica com ênfase em ajuste fiscal pode recobrar a confiança dos investidores. Com respeito às

famílias, em janeiro de 2020 o endividamento em relação ao comprometimento da renda acumulada nos últimos 12 meses alcançou a 45,2% (Banco Central), patamar próximo ao observado no período 2014-2015, quando se inicia a recessão.

Quatro argumentos são levantados na literatura contra o uso de políticas fiscais ativas. Primeiro, as respostas aos incentivos da política monetária são mais rápidos do que os da política fiscal, e portanto aquela deveria ser a primeira opção. No contexto atual, este argumento se enfraquece na medida em que não se espera uma recuperação rápida da economia à crise econômica da pandemia. Por que então adiar o uso de instrumentos fiscais para retomar o crescimento?

Um segundo argumento é que com pequeno espaço fiscal há a tentação de se financiar o gasto público com emissão monetária e isto pode desencadear um processo inflacionário. Novamente, este argumento se enfraquece no atual contexto, tendo em vista que o cenário que se avizinha é de deflação e não de inflação.

O terceiro argumento em favor de uma política de contenção e contingenciamento de gastos é o que o aumento do endividamento público, em decorrência do excesso de gastos públicos, levaria a um aumento da taxa de juros dos títulos públicos, e portanto capital privado seria alocado em títulos da dívida para financiar o governo. Este raciocínio implica assumir que o gasto público 'crowds out' o gasto privado. No caso recente da economia brasileira, desde 2016 as taxas básicas de juros são declinantes, atingindo níveis historicamente baixos em termos reais. Nem assim, o investimento privado deu mostras de retomada vigorosa. A mesma lógica que assu-



me existir um 'crowding out' pelo gasto público, sustenta o argumento de redução de salários dos funcionários públicos. Novamente aqui o resultado pode ser oposto ao esperado, se a ameaça de redução já levar a uma contenção do gasto das famílias a serem atingidas, antevendo uma restrição orçamentária no futuro.

Por fim, um argumento com força na narrativa em favor da política de austeridade fiscal é que a dívida hoje aumenta o ônus de seu financiamento para gerações futuras, porque sinaliza um aumento de impostos em algum momento no futuro. Esse argumento ignora o efeito positivo do gasto público sobre a demanda agregada. Se o nível

da taxa básica de juros for mantida baixo, a razão dívida pública/PIB pode ser declinante mesmo com aumento do gasto público, ou seja, o "ônus" da dívida, nestas condições não aumentaria na mesma proporção. Como observa Oreiro (2020), a ideia de 'ônus' deve considerar que deixar de estimular a economia em uma recessão tem impacto negativo duradouro para as gerações futuras que são marginalizadas do processo produtivo. Este sim, um custo econômico significativo porque reduz o potencial de crescimento da economia.

Comentário final

O objetivo desta nota foi questionar o sentido da política de austeridade fiscal para a retomada do crescimento da economia brasileira. Três anos depois da recessão de 2015-2016, o PIB segue medíocre, a despeito do avanço das políticas de austeridade com

ênfase na contenção e contingenciamento do gasto público. A queda da taxa de juros real, a níveis historicamente baixos, tampouco despertou o 'animal spirits' dos investidores. A elevada ociosidade dos fatores de produção, o alto grau de endividamento de famílias e empresas e a baixa perspectiva de crescimento econômico pela falta de estímulos públicos ou externos explicam a letargia dos agentes econômicos para implementarem planos de gasto e reanimarem a economia.

O desempenho recente da economia brasileira pode ser considerado um caso emblemático da tese de Krugman (2010) e outros que apostar em políticas de austeridade fiscal, a espera da 'fada da confiança', não traz prosperidade. Como há muito ensinou Keynes, para que a confiança em expectativas otimistas em relação ao futuro seja conquistada, é necessário que a política econômica, por meio dos diversos instrumentos, consolide práticas e convenções que amparem a tomada de decisões privadas com horizonte longo de tempo. Ou seja, como economias de mercado tendem a gerar insuficiência de demanda agregada, a política econômica deveria perseguir o pleno emprego. Somente desta forma a política econômica daria a confiança necessária para sustentar expectativas positivas de crescimento e induzir o gasto privado.

Há um amplo reconhecimento no debate internacional que em momento de crise como o atual, o importante é sair dela e que considerações fiscais devem ser deixadas de lado. No caso brasileiro, contudo, as medidas



emergenciais para saída da crise têm sido modestas e tardias, e a preocupação com o aumento do endividamento público ainda predomina no debate doméstico. Como visto, a crise da pandemia atinge a economia brasileira sem que esta tenha recuperado o nível de renda de antes da recessão, e a sinalização para o período pós-pandemia é de retorno à agenda de ajuste fiscal, à espera da ‘fada da confiança’. O ciclo de investimento recente da economia brasileira, iniciado em meado da década de 2010, mostrou a importância do investimento público para sustentar a taxa de investimento agregada. Concluímos que um caminho para conquistar a confiança nas expectativas empresariais e alavancar o investimento privado é a retomada do investimento público em infraestrutura, caso contrário estaremos contratando uma depressão pós-pandemia.

Notas

¹ Esta nota se beneficiou dos comentários de Adriano Vilela, Fernanda Feil, Fernando Teixeira, Luciano D’Agostini, Marcos Lamônica e Thiago Antonioli, sendo que incorreções que persistam são de responsabilidade da autora.

² Ver também a este respeito a excelente nota de Resende e Terra (2020).

³Resultado do Tesouro Nacional: Sumário Executivo; Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/246449/sumario+executivo_fev20.pdf/581a48cd-bba9-4c66-9273-83d4eb9f3c0c

⁴ Vale ressaltar também que os investidores estrangeiros vêm diminuindo o fluxo de capitais para o Brasil. Ver, por exemplo, World

Development Report, Unctad, 2019, disponível em https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2019_overview_en.pdf

Referências

Carvalho, F J C de (2017). Arguments for austerity, old and new: the British Treasury in the 1920s and the Bundesfinanzministerium in the 2010s, *European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention*, advanced access from Elgar online.

CEMEC (2016), Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016, Nota CEMEC n. 06, Instituto IBMEC Mercados de Capitais agosto de 2016.

Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of the Employment, Interest and Money*, London, McMillan.

Krugman, P. (2010). Myths of Austerity, The New York Times, 1July, Disponível em <https://www.nytimes.com/2010/07/02/opinion/02krugman.html>

Matei, L; Fronza, M. V; Heinen, V. L. (2020). Trinta dias de anúncios de medidas econômicas para enfrentar os impactos do COVID-19: breve balanço de um desastre anunciado, Texto para Discussão 37/2020, NECAT- Núcleo de Estudos de Economia Catarinense, disponível em: <https://drive.google.com/file/d/1sFUSqUgZDmYKLxLp7yCoKQmphAgcomcu/view> .

Oreiro, J. L. (2020). A estagnação brasileira e a agenda de Paulo Guedes em tempos de coronavírus, mimeo.

Resende, M. F; Terra, F. (2020). Estado, mercado, Keynes e a equipe econômica, Carta Capital de 16 de abril de 2020, disponível em <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Estado-mercado-Keynes-e-a-equipe-economica/7/47202>

Skidelsky, R.(2015). Messed-up macro, Project Syndicate, 24 March 2015, disponível em: <https://www.project-syndicate.org/commentary/economic-policies-public-expectations-by-robert-skidelsky-2015-03?barrier=accesspaylog>



EMIÇÃO DE MOEDA E DE DÍVIDA DURANTE A CRISE ECONÔMICA

Marco Flávio da Cunha Resende

Professor do CEDEPLAR/UFMG. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

Em diversos países do mundo, inclusive no Brasil, a Covid-19 levou ao necessário isolamento social e paralização parcial ou total de diversos setores econômicos. Configurou-se um duplo choque, de oferta e de demanda, com enorme efeito recessivo. O produto interno bruto (PIB) francês caiu 6,5% no primeiro trimestre de 2020 em comparação com o trimestre anterior. Na China, a queda anual do PIB trimestral foi de 6,8%. Para os Estados Unidos a Goldman Sachs prevê queda de 3,8% em 2020, enquanto para o Brasil há analista esperando queda superior a 6% neste ano.

Esta poderá ser a maior recessão da história da economia brasileira. Neste cenário, não é possível acabar com o isolamento social e deixar o sistema de saúde colapsar, paralisando, em consequência, a própria economia. Faz-se necessário e é viável atacar simultaneamente as duas frentes de problemas: a saúde e a economia. A dupla retração, da oferta e da demanda, implica em queda abrupta e acentuada das vendas e faturamento das empresas, que podem ficar impossibilitadas de arcar com seus custos de produção, inclusive folha salarial. No Brasil, após severa recessão em 2015 e 2016 e um comportamento letárgico da economia entre 2017 e 2019, o endividamento das famílias e empresas cresceu muito. Neste cenário, micro e pequenas empresas, e parcela das médias empresas, estão em situação financeira delicada. No campo das grandes empresas,

alguns setores sofrem com os efeitos da pandemia mais que outros, como é o caso das companhias aéreas. A crise econômica que se avizinha parece ser sem precedentes.

O caminho mais seguro para combater a recessão e o desemprego é a emissão massiva de moeda e dívida pública. As medidas de injeção de capital e liquidez no sistema financeiro, incluindo a permissão para o Banco Central comprar títulos de dívida pública e privada no mercado secundário (PEC do “orçamento de guerra”), são importantes para sustentar os preços neste mercado, evitar insolvências de instituições financeiras e controlar o risco sistêmico, mas têm pouca chance de estimular o crédito para empresas e consumidores. O dinheiro desta assistência de liquidez do Banco Central não deverá chegar até a economia real. Bancos irão preferir manter-se líquidos a arriscar elevar o crédito em cenário tão adverso - faltou, portanto, a necessária permissão para que o Banco Central compre títulos do Tesouro em mercado primário, financiando os gastos da União com emissão de moeda. Do mesmo modo, é pequena a chance de deslanchar o crédito para pagamento da folha salarial de micro e pequenas empresas em até dois salários mínimos, com 85% dos recursos garantidos pelo Tesouro Nacional e os 15% restantes pelos bancos. Trata-se de crédito com taxa de juros de 3,75% ao ano e período de carência de seis meses. Parcela das micro e pequenas empresas



não se arriscarão, contraindo uma dívida para manter seus empregados, e começar a saudá-la em seis meses, num cenário de absoluta incerteza sobre o por vir. Mesmo os bancos poderão não se arriscar, já que 15% do valor dos empréstimos não terão a garantia do Tesouro. De outro lado, o governo iniciou o pagamento de R\$ 600,00 a trabalhadores informais e pessoas carentes, enquanto o rendimento médio do trabalhador no setor informal é de cerca de R\$ 1.400,00 mensais, o que representará substancial queda da demanda de consumo desta parcela da população.

O único caminho seguro para combater a recessão e o desemprego que se avizinham é a emissão massiva de moeda e dívida pública, para transferir urgentemente recursos monetários em montantes bem superiores aos atuais para trabalhadores, desempregados e empresas, mitigando a queda da demanda agregada. Seriam bem-vindos um programa de renda mínima para ampla parcela da população, cerca de 80 milhões de pessoas, com valores mensais de um salário mínimo ou até mais, com duração de três meses, prorrogáveis por mais três meses; um programa de crédito para micro, pequenas e médias empresas com taxa de juros zero, carência de dois anos, garantia da manutenção dos empregos e vinculado ao pagamento da folha salarial; e, transferência de recursos para estados e municípios. Mas a equipe econômica, ainda preocupada com o lado fiscal, parece não ter entendido nem a

gravidade da situação e nem a natureza da crise (de demanda) que bate à porta.

Argumenta-se que a emissão de moeda é inflacionária e que o descontrole da relação dívida/PIB do governo leva à queda da confiança do mercado no futuro da economia. Ambas as situações afugentam o investimento produtivo, comprometendo o crescimento econômico. Argumenta-se, também, que mesmo no caso em que a emissão de moeda e de dívida pública possa no curto prazo controlar a recessão, após superadas as crises da saúde e da economia

O único caminho seguro para combater a recessão e o desemprego que se avizinham é a emissão massiva de moeda e dívida pública, para transferir urgentemente recursos monetários em montantes bem superiores aos atuais para trabalhadores, desempregados e empresas, mitigando a queda da demanda agregada

haveria recrudescimento da inflação e perda de confiança do mercado, e em consequência o investimento privado desabaria. O objetivo deste artigo é demonstrar que a emissão de dívida pública e de moeda (monetização da dívida da União) não levará à inflação, ao pânico e/ou perda de confiança do mercado e nem afugentará o investimento privado, quer durante a crise econômica, quer após sua superação – o investimento já colapsou, mas por outros motivos. Pelo contrário, somente com estas medidas será possível resgatar a confiança e mitigar a queda da atividade econômica já iniciada, além de facilitar a retomada do crescimento econômico.

Emissão de Moeda e Inflação

Teoria Quantitativa da Moeda

Conforme a teoria convencional, há dois canais por meio dos quais a emissão de moeda



pressiona a inflação: o canal da demanda e o das expectativas. No primeiro caso, a explicação se baseia em uma tautologia, em que $M.V = P.Q$, sendo, M = quantidade de moeda, V = velocidade de circulação da moeda, P = nível de preços, e Q = quantidade de bens e serviços produzidos. Esta é a equação da Teoria Quantitativa da Moeda, que supõe V e Q constantes no curto prazo, e que a relação de causalidade se dá de M para P . Mas estas são apenas hipóteses.

Adeptos da teoria convencional, como são os economistas do governo, acreditam que V é constante porque assumem a hipótese de que o mercado contém todas as informações que seriam necessárias para o cálculo matemático ou estatístico requerido para se prever a trajetória futura de variáveis econômicas. Esta hipótese não é consensual na literatura. A Escola pós-Keynesiana entende que os sinais do mercado, dados pelas variações dos preços, informam sobre o presente, mas não sobre o futuro. Se a demanda de batata está maior que sua oferta, seu preço sobe no presente, ensejando maior lucro ao produtor de batatas, mas não informa quais serão os preços da batata e seus custos de produção ao longo dos próximos 10 ou 15 anos, para que o agente possa se endividar e investir comprando uma fazenda de batatas com a perspectiva de lucro. Na literatura pós-Keynesiana, ao contrário da visão presente na literatura convencional, o futuro é totalmente incerto, pois o mercado não fornece as informações para o cálculo probabilístico sobre o por vir. No jargão, podemos dizer que o agente econômico não poderia maximizar sua função objetivo fazendo uso de esperança matemática, pois esta é construída com dados do passado, mas não do

futuro – isto é, na economia os eventos não são estacionários (o processo não é ergódico), e por isso o passado não é um bom guia estatístico do futuro. Neste caso, a economia é permeada pela “incerteza fundamental” e pela preferência pela liquidez. O que há diante dos empresários é a total incerteza sobre o futuro, não havendo garantia de retorno dos investimentos. Por isso, são tão ariscos na sua função de investir e gerar emprego, como também os bancos, ao conceder crédito a consumidores e empresários. Ao menor sinal de crise ou desaceleração econômica, todos correm para a liquidez em detrimento da alocação da riqueza em investimentos produtivos, que geram renda e emprego, porém são ilíquidos, e sem liquidez a preservação da riqueza não está garantida. O resultado seria a deficiência de demanda (e de vendas das empresas), levando ao desemprego, queda dos salários reais e concentração da renda. Além disso, V deixa de ser constante. Se a preferência pela liquidez aumenta, a moeda circula menos e V cai. Logo, pode haver aumento de M compensado pela queda de V , tornando a emissão de moeda sem efeito sobre a inflação. Por fim, mesmo que V não caia, Q não será constante se não houver pleno emprego. Logo, quando o aumento de M se transforma em aumento da demanda porque V não caiu, o excesso de demanda fomentará o aumento da produção e do emprego (aumento de Q) quando há muita capacidade ociosa, como é o caso atual da economia brasileira, ao invés de estimular a inflação. De 2008 para cá Estados Unidos, Zona do Euro, Japão e China emitiram juntos mais de US\$ 15 trilhões, e não houve inflação descontrolada nestas regiões ou no mundo. A explicação é simples: com a crise financeira



mundial de 2008, a incerteza aumentou e V caiu, compensando aumentos em M . A recente melhora no crescimento de algumas destas economias mostrou que o recente aumento em V se traduziu em aumento de demanda que, não obstante, rebateu em aumento da produção (oferta), sem gerar inflação.

Tampouco a emissão de moeda causará inflação pelo canal das expectativas, que estão totalmente ancoradas na recessão já contratada. Com efeito, a emissão de moeda em contexto de crescimento econômico pode resultar em inflação. Quando a economia está crescendo, a incerteza diminui e prevalece o otimismo, deprimindo a preferência pela liquidez e elevando V . Neste contexto, aumentos de M não são compensados por quedas em V . Ademais, quanto maior é o crescimento da economia, mais próxima ela estará do pleno emprego, enquanto sua capacidade ociosa diminui, situação em que Q tende a ser constante. Logo, aumentos em M podem rebater em aumentos em P – supondo que a relação de causalidade se dá de M para P . Contudo, o canal das expectativas talvez seja ainda mais potente para explicar a inflação.

O Canal das Expectativas

Se o mercado não contém todas as informações que seriam necessárias para o cálculo matemático ou estatístico, prevalece a incerteza fundamental sobre o futuro e as expectativas não se baseiam em “esperança matemática”, sendo formadas a partir de convenções. Estas são crenças compartilhadas que ancoram as expectativas, conferindo confiança para o empresário realizar seus investimentos, gerando emprego e renda. Quando prevalece uma convenção de que o

futuro é promissor, o otimismo que se espalha pela sociedade aumenta a confiança dos empresários, fazendo emergir seu animal spirits, estimulando o investimento privado (Keynes, 1982). Se a crença compartilhada é de cunho pessimista, os agentes alocam sua riqueza em ativos líquidos no mercado financeiro e o investimento e o emprego se retraem. Assim sendo, as expectativas assumem papel central na determinação do ciclo econômico, e só o governo e suas políticas podem emitir os sinais que o mercado não é capaz de emitir para estimular e manter acesa a convenção otimista sobre o futuro da economia e coordenar as decisões de investimento.

Portanto, se o investimento privado é tão sensível às convenções e expectativas, a moeda passa a jogar um papel central. A demanda por liquidez (moeda) se dá em detrimento da demanda por máquinas, equipamentos, etc (investimento). Por isso, quanto maior for a incerteza, menores serão o investimento e o crescimento econômico, isto é, maior será a fuga para a liquidez. De outro lado, uma teia de contratos é estabelecida para reduzir a incerteza e permitir ao empresário arriscar ao fazer investimentos. Há na economia contratos de toda natureza, inter e intra-firmas e setores, entre pessoas jurídicas e físicas, etc. Contudo, contratos requerem uma unidade de conta cujo valor seja estável. Tomemos o contrato salarial como exemplo. Quem aceitaria receber em troca do seu trabalho ao longo de um ano inteiro um ativo que perde valor? Logo, para ser unidade de conta de contratos, o ativo tem que ter seu valor estável. No caso da moeda, sua escassez relativa contribui para a estabilidade do seu



valor (quanto menor a inflação, maior será a estabilidade do valor da moeda). No jargão Keynesiano, a moeda é escassa por causa das suas negligenciáveis elasticidades de produção e substituição. Ao se tornar unidade de conta de contratos, estes conferem ao valor da moeda uma estabilidade ainda maior, e ela se torna, também, reserva de valor. Portanto, é da sua relação com contratos que a moeda deriva seu atributo de ativo de liquidez máxima da economia (Carvalho, 1992), exercendo três funções: unidade de conta, reserva de valor e meio de pagamento.

Contudo, ser a moeda unidade de conta de contratos não é garantia de inflação sob controle. A inflação desorganiza a atividade produtiva porque eleva a incerteza sobre o futuro ao provocar uma redução dos prazos de vigência dos contratos, entre outros motivos. Foi o que ocorreu no Brasil na década de 1980 e início dos anos 1990. Os contratos, inclusive os salariais, eram reajustados a cada três meses, tornando impossível prever quais seriam os novos preços e salários após cada trimestre. A moeda perdia, então, sua capacidade de coordenar por meio de contratos a atividade econômica. O resultado foi o colapso dos investimentos e aquela foi a “década perdida”. Portanto, embora ser padrão de conta para contratos contribua para a estabilidade do valor da moeda, e, então, dos preços, faz-se ainda necessária a convenção social de que a moeda tem valor estável para que os preços fiquem comportados (Terra, 2019). Deve haver uma crença compartilhada na sociedade de que a perda de valor da moeda (inflação), se houver, será pequena. A estabilidade do valor da moeda está ligada a uma convenção social (crença compartilhada)

que é alimentada pela escassez relativa da moeda. Quando há emissão descontrolada de moeda, o requisito de escassez da moeda (axioma de suas negligenciáveis elasticidades de produção e substituição) é desrespeitado, podendo surgir a convenção de que haverá perda do seu valor (inflação). Neste caso, os agentes buscarão proteger sua riqueza, levando à corrida para compra de bens e serviços e outros ativos como imóveis e dólar, o que resultará em inflação, isto é, as expectativas de inflação acabam se autorrealizando. Além disso, uma vez solidificada a convenção de uma inflação elevada, produtores e comerciantes se antecipam no processo de reajuste de preços, pois aquele que ficar para trás nos aumentos de preços terá menor lucro (ou maior prejuízo), e mais uma vez as expectativas se autorrealizam, podendo haver, inclusive, aceleração da inflação. É por isso que, em condições normais, em que não há uma recessão instalada, a emissão descontrolada de moeda pode gerar inflação ao invés de crescimento econômico. Esta talvez seja a principal crítica à *Modern Monetary Theory*, que defende a ausência de restrição para o governo financiar seus gastos na própria moeda, emitindo-a até que a economia alcance o pleno emprego (Tymoigne e Wray, 2013).

Porém, o quadro atual da economia brasileira é de elevada capacidade ociosa e perspectiva de recessão brutal, e esta irá ancorar os preços, seja por meio do canal das expectativas (convenção de inflação muito baixa), seja porque V cairá e Q ficará longe do pleno emprego. Logo, a emissão de moeda para financiar as medidas emergenciais de combate a crise econômica não provocará inflação. A única e remota possibilidade de aceleração da



inflação decorreria de um aumento do preço do dólar bem maior do que o já ocorrido, devido a uma corrida para o dólar (fuga para a liquidez). Mas este problema será solucionado se o Banco Central adotar controle de capitais.

Emissão de Dívida Pública e Confiança

O combate à crise econômica deve ser feito, também, com o endividamento do governo. O dinheiro da emissão de moeda e de dívida pública precisa chegar com urgência nas mãos de trabalhadores, desempregados e empresas. Quanto maior for sua demora, maiores serão a recessão e o desemprego. O aumento da relação dívida pública/PIB, quando descontrolado, aumenta a incerteza dos agentes sobre o futuro da economia. Mais importante do que o patamar da relação dívida/PIB, é a confiança do mercado na sua estabilidade. Se a dívida pública sobe descontroladamente, surge a expectativa de que futuramente o governo emitirá moeda e/ou aumentará impostos para arcar com os compromissos da sua dívida. A monetização da dívida pública na ausência de recessão pode ser inflacionária. As dúvidas sobre o aumento de impostos (em qual magnitude e recaindo sobre quais setores produtivos e camadas da sociedade, etc.?) elevam a incerteza sobre o retorno dos investimentos, inibindo-os.

Todavia, a confiança na estabilidade da relação dívida/PIB já não existe mais, desfeita que foi pela pandemia, no Brasil e no mundo. Não há que se preocupar em preservar a estabilidade da relação dívida/PIB por causa de uma confiança que já se desfez. A convenção instalada

no Brasil e no mundo se refere à total incerteza e expectativa de aumentos substanciais das dívidas públicas dos países. É por isso que, no momento atual, o ajuste fiscal já não importa - exceto para a equipe econômica, alguns jornalistas e economistas liberais radicais. Não apenas haverá severa redução na arrecadação dos governos por causa da queda da atividade econômica, como os gastos públicos estão aumentando para combater a Covid 19 e a recessão. Não obstante, a equipe econômica, incluindo o ministro da economia, parece não ter entendido a situação e questiona o Congresso acerca de onde sairá o dinheiro, além de dar declarações preocupadas com o equilíbrio fiscal e procrastinar na implementação das medidas emergenciais, ao que tudo indica por não querer elevar a dívida pública. De onde sairá o dinheiro? Da emissão de moeda e de dívida pública!

Uma ironia e contradição em termos surgem no âmbito desta crise: com a incerteza elevadíssima e o pânico permeando o mercado, é exatamente a emissão de moeda e dívida pública que poderá acalmá-lo, porque o mercado terá, assim, respostas concretas sobre as medidas para minimizar a recessão e o desemprego, ao mesmo tempo em que aumentará sua confiança num governo (e sua política econômica) que cuida de inibir o desemprego, a recessão e uma possível convulsão social no país. Ou seja, é a emissão de dinheiro novo e de dívida que poderá construir uma convenção sobre um futuro menos sombrio e uma recuperação econômica mais rápida, sendo esta crença compartilhada



imprescindível para, na saída da crise, destravar o investimento privado e resgatar a economia e o emprego. A emissão de moeda pode ocorrer no Brasil por meio da suspensão do artigo 164 da Constituição Federal, autorizando o Banco Central a comprar emissões primárias de títulos públicos, medida esta que não foi contemplada na PEC do “orçamento de guerra”.

Efeitos da Emissão de Moeda e Dívida Após a Recessão

Por fim, há o argumento de que, superada a recessão, o excesso de moeda e de dívida pública cobrarão sua conta, produzindo inflação e retração dos investimentos. O excesso de moeda não causará inflação futuramente. Uma característica dos ciclos econômicos, em qualquer país, é que a chegada da recessão é abrupta e severa, enquanto a retomada é lenta e gradual. Portanto, no início da recuperação econômica haverá muita capacidade ociosa (Q longe do pleno emprego) e a elevada preferência pela liquidez irá gradualmente se reduzindo, com V aumentando lentamente. O decorrente excesso de demanda cresce gradualmente rebatendo em aumento da oferta (elevação de Q), pois a capacidade ociosa elevada travará o aumento dos preços e as expectativas de inflação. Nos Estados Unidos a base monetária foi aumentada em mais de 400% após a crise de 2008 e foi este processo que se observou após passada sua recessão econômica.

No pós-crise, a relação dívida/PIB estará mais alta, mas sem produzir, necessariamente, a perda de confiança na sua estabilidade. Esta confiança depende, também, da convenção

reinante. Se todos os países terão sua relação dívida/PIB aumentada após a crise, uma nova crença compartilhada surgirá, indicando que patamares mais elevados desta relação são o “novo normal”. Ademais, não necessariamente a posição relativa do Brasil irá piorar no ranking internacional da relação dívida/PIB, sendo que, quanto maior for nossa emissão de moeda, menor poderá ser nossa emissão de dívida. Isto não quer dizer que a citada relação seja necessariamente sustentável ao longo do tempo. Ainda, há uma área cinzenta para o patamar da relação dívida/PIB a partir do qual esta se torna insustentável, e tal área é ampla. Convencionou-se, a partir de um estudo de Reinhart e Rogoff publicado em 2010 na *American Economic Review*, que este patamar seria de 90%, até que um aluno nos Estados Unidos demonstrou haver um erro básico nas contas dos autores. Ou seja, a marca (mágica) de 90% era apenas mera convenção. No Japão, a dívida é de 230% do PIB, na Itália 135%, na Grécia 181%, em Portugal 118%, nos Estados Unidos 107%, em Angola 111%, no Congo 98,5%, na Jordânia 94%, no Brasil 76% - há nesta lista países desenvolvidos e emergentes, todos com a relação dívida/PIB bem superior à do Brasil.

A dinâmica da relação dívida/PIB depende da taxa de crescimento do PIB e da taxa de juros que incide sobre a dívida pública. Após a crise, no início da recuperação econômica, haverá muita capacidade ociosa e expectativa de inflação muito baixa, aqui e alhures, implicando baixas taxas de juros. Ademais, passada a crise, uma reforma tributária progressiva, em que ricos pagam proporcionalmente a sua renda e patrimônio mais impostos do que pobres, pode e deve ser



feita, sinalizando para o mercado a capacidade do governo em honrar seus compromissos financeiros, contribuindo para estabilizar a relação dívida/PIB e reduzir a enorme e recalcitrante injustiça social que há muito assola nosso povo.

Referências

Carvalho, F.J.C. (1992) Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva Pós Keynesiana. In Silva, M.L.F. (org), Moedas e produção: teoria comparadas. Brasília, ed. UnB.

Keynes, J.M. (1982) A Teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo, Atlas.

Terra, F.H.B. (2019). A política fiscal na perspectiva Pós-Keynesiana. In Feijó, C.; Araújo, E. (2019) Macroeconomia Moderna: lições de Keynes para economias em desenvolvimento. Rio de Janeiro, Elsevier.

Tymoigne, E.; Wray, L.R. (2013). Modern money theory: a replay to critics. Working Paper n. 778, Levy Economics Institute.



RESERVAS INTERNACIONAIS: MODO DE (NÃO) USAR

Adriano Vilela Sampaio

Professor da Faculdade de Economia da UFF. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

Maurício Andrade Weiss

Professor do Departamento de Economia e Relações Internacionais da UFRGS. Membro do Núcleo de Análise de Política Econômica (Nape) e do

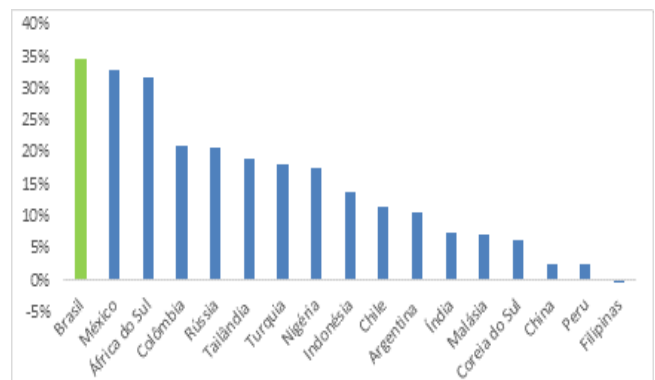
ÍNDICE

O Brasil e o mundo vêm enfrentando uma gravíssima crise sanitária, cujos impactos sobre a economia podem levar à mais séria crise econômica das últimas décadas. No setor externo, os impactos podem ser vistos pela saída expressiva de capitais dos países emergentes (PEs). Segundo o FMI, considerando o dia 21/01/2020 como o início das instabilidades decorrentes da pandemia, a saída líquida de capitais por parte dos não residentes na conta portfólio foi superior a US\$ 100 bilhões (IMF, 2020). Em período equivalente, mesmo em termos relativos do PIB, essa conta representa a maior saída já registrada, sendo quase o quádruplo do observado na crise financeira global de 2008 (Ibid). Tomando a conta financeira como um todo, o mês de março viu uma parada súbita para esses países, com entradas líquidas de apenas US\$0,2 bilhões (IIF, 2020). No Brasil não foi diferente, a venda de ações por parte de não-residentes, por exemplo, foi recorde e se refletiu em uma saída líquida de R\$ 24,2 bilhões apenas em março.

No mercado cambial, essas saídas levaram à depreciação nominal de praticamente todas as moedas. Conforme o gráfico 1, de 21/01/2020 a 24/04/2020, a moeda de todos os países (exceto o peso filipino) sofreram depreciações, sendo que a do real foi a maior, com 34,5%. Mesmo países que adotam câmbio fixo, como a

Nigéria, viram sua moeda perder valor frente ao dólar.

Gráfico 1 – Variação cambial países selecionados (21/01-24/04/2020)



Fonte: Bancos centrais da Argentina, Indonésia, Nigéria e Turquia. Os demais dados foram extraídos do FMI a partir de informações das respectivas autoridades monetárias.

Nesse contexto, há que se perguntar qual o papel do alto volume estoque de reservas acumulado pelo país, em torno de US\$340 bilhões (início de abril/2020). De fevereiro ao início de abril, a perda de reservas foi de US\$21,93 bilhões, equivalente a 6,1% do total, uma perda relativamente baixa frente à tamanha instabilidade. E o indicador de adequação de reservas desenvolvido pelo FMI (ARA na sigla em inglês), cuja último dado atualizado é o primeiro trimestre de 2019, mostra que o Brasil (com 1,55) está acima do considerado seguro para países que adotam câmbio flutuante (1,00). Frente a essa situação aparentemente confortável e considerando



que uma de suas principais funções é amenizar as flutuações cambiais, por que não usá-las mais amplamente no momento atual? Se não agora, quando?

Segundo os livros-textos básicos de economia, um país tem diferentes “linhas de defesa” contra momentos de fugas de capitais e/ou crises no balanço de pagamentos (BP). Em um regime de câmbio flutuante, como no Brasil, a primeira seria a própria taxa de câmbio, pois depreciações tornam a saída de recursos menos interessante e/ou incentivam a volta de recursos, já que os preços dos ativos locais em dólares ficariam atrativos. No médio prazo, também haveria efeito positivo pela balança comercial. Nesse sentido, não haveria a necessidade do acúmulo de reservas como em regimes de câmbio fixo ou variantes. Para a maioria dos PEs, no entanto, a realidade mostrou que, deixada aos mecanismos de mercado, a depreciação contínua agravava o pânico e as expectativas de desvalorizações, podendo gerar fenômenos como comportamentos de manada e profecias autorrealizáveis que reforçavam os efeitos iniciais. Em suma, para esses países, deixar o câmbio chegar ao seu valor “de equilíbrio” poderia significar uma desvalorização de grande magnitude, com graves efeitos sobre a economia (especialmente aumento da inflação, corrosão de salários reais e encarecimento em moeda doméstica de passivos denominados em moeda estrangeira).

O que as crises de BP ocorridas em diversos PEs na década de 1990 e 2000 mostraram é que a dinâmica de suas taxas de câmbios tinha como

principal determinante os ciclos internacionais de liquidez. Ademais, episódios de fugas de capitais e desvalorizações cambiais só cessavam quando o país em questão impunha controles de capitais ou recorria a empréstimos externos, como os do FMI. O Brasil é um exemplo disso, pois mesmo após adotar o câmbio flutuante, em 1999, fez uso de recursos do FMI em 2001, 2002 e 2003, os quais foram acompanhados de condicionantes que reduziram a autonomia de política econômica. Ou seja, a suposta eficiência do câmbio flutuante dos manuais se mostrou uma ilusão para os países emergentes.

Atualmente, o papel mais importante exercido pelas reservas é o chamado “efeito sinalização”, que permite ao banco central (BC) estabilizar o mercado sem utilizá-las.

Com o boom das commodities dos anos 2000, muitos PEs viram na acumulação de reservas uma forma de se proteger das instabilidades externas sem ter de abrir mão de sua autonomia de política econômica. A crise financeira global mostrou o acerto de tal estratégia, quando países que alguns anos antes recorriam ao FMI, não apenas puderam defender seus mercados como pressionaram pelo direito de aumentar suas contribuições ao Fundo. Naquela crise, a maioria dos emergentes fez pouco uso de suas reservas, deixando o ajuste principalmente para a desvalorização cambial (DENBEE; JUNG; PATERNÒ, 2016). O “medo de flutuar” (fear of floating), deu lugar ao “medo de perder reservas”. Os PEs buscaram um novo tipo de câmbio flutuante, mais próximo do que se chama de flutuação suja. Nesse novo regime, as reservas têm papel central, é imprescindível ter um alto volume, mas é igualmente importante não usar volume significativos.

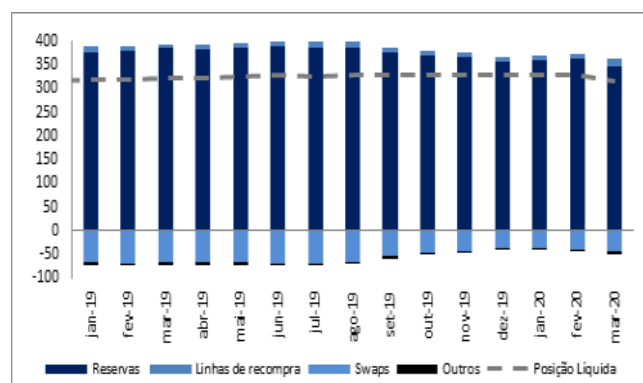


Operando sob um regime de câmbio flutuante, o discurso do Banco Central do Brasil (BCB) é que não há um nível de taxa a ser defendido (a não ser que o câmbio comprometa o cumprimento da meta de inflação), mas que cabe a ele reduzir a volatilidade e garantir o funcionamento estável do mercado cambial, provendo liquidez em moeda estrangeira por diferentes mecanismos. Atualmente, o papel mais importante exercido pelas reservas é o chamado “efeito sinalização”, que permite ao banco central (BC) estabilizar o mercado sem utilizá-las. Se um país tem alto volume de reservas, o BC transmite confiança aos agentes, os quais acreditam que não haverá depreciações abruptas e de grande magnitude. A sinalização da capacidade de atuação do BC é ainda maior se ele dispuser de instrumentos adicionais. No caso brasileiro, além do FMI, o país tem acesso às linhas de swaps dos BRICS (até US\$ 18 bi) e, em caráter temporário, do Fed (US\$ 60 bi). Ao dispor de diferentes instrumentos individuais e cooperativos (conjunto chamado de rede global de proteção financeira), o país reforça o efeito sinalização e aumenta sua capacidade de estabilizar o mercado sem sequer utilizar essas opções.

Além do efeito sinalização, a outra maneira pela qual as reservas (não) são usadas, mas que continuam a estabilizar o mercado, é pela atuação no mercado futuro por instrumentos como os swaps cambiais. Nessas operações, mesmo que haja desvalorização cambial, o BCB não perde reservas, pois a liquidação é em reais¹. Ainda assim, se o BC não dispuser de um volume significativo de reservas, a incerteza acerca das taxas futuras seria bem maior, aumentando em demasia o risco desse mercado e tornando-o pouco funcional.

Em agosto de 2019 o BCB anunciou uma importante mudança de atuação no mercado cambial. Diante da falta de liquidez então vigente, o BCB voltaria a vender dólares no mercado à vista, o que não ocorria desde fevereiro de 2009. Essa alteração, segundo o BCB, não aumentaria a vulnerabilidade externa do país, pois a venda de reservas seria acompanhada pela redução da posição vendida em swaps, mantendo a posição cambial líquida estável. Pelo gráfico 2, pode-se observar uma queda das reservas e dos swaps a partir de agosto do ano passado, bem como a estabilidade da posição líquida. Em março deste ano, porém, diante da pressão sobre o câmbio, o BCB voltou a fazer uso dos swaps, ao mesmo tempo que perdeu reservas, ocasionando uma queda de 4,5% na posição líquida. No contexto atual, essa queda era esperada e sua magnitude não indica maiores riscos à frente. No entanto, tratando da estratégia em si, a ideia de que somente manter a posição cambial estável não aumenta a vulnerabilidade externa do país é questionável, dado o papel estabilizador que as reservas desempenham nos diferentes mercados.

Gráfico 2 – Posição cambial líquida e componentes (US\$ bilhões - jan/19 – mar/20)²



Fonte: Banco Central do Brasil



Pode-se dizer, portanto, que no atual regime de câmbio do Brasil, a taxa é definida pelo mercado, mas com os agentes tendo a confiança no poder e disposição do BCB em evitar que o mercado se torne disfuncional. A depreciação pode ser grande, como o caso atual ilustra bem, mas atinge-se um patamar que não desestabiliza a economia. O fato de estarmos passando por um período de tanta turbulência com baixa perda relativa de reservas seria um indício de que o volume acumulado é mais que suficiente? O ministro da economia estaria correto em dizer que poderíamos abrir mão de até metade delas ou que estas deveriam ser usadas para abater parte da dívida pública³?

Não necessariamente. Em primeiro lugar, ambas foram crises globais, o que não deteriorou a percepção relativa do país, especialmente entre outros emergentes. Em segundo lugar, tanto em 2008 como agora, os BCs dos países desenvolvidos adotaram políticas fortemente expansionistas, sem as quais o processo de flight to safety poderia ter sido bem mais intenso. Em terceiro, perder cerca de US\$ 20 bilhões em reservas (como foi o caso recente) de um total de aproximadamente US\$ 360 bilhões, garante estabilidade do mercado, mas se nossa disponibilidade total fosse de US\$ 40 bilhões, essa mesma perda absoluta poderia causar apreensão entre os investidores e desencadear uma fuga de capitais com potencial de exaurir todo o montante disponível. E isso ainda não garantiria que o país viesse a escapar de uma crise cambial ou que prescindiria de auxílio externo. Ou seja, não foram os US\$ 20 bilhões

utilizados que estabilizaram o mercado, e sim os US\$ 340 bilhões não usados.

Devemos ainda salientar que, mesmo com baixo crescimento, o país tem tido déficits crescentes em transações correntes, fazendo com que a entrada líquida de capitais necessária para que o país não se desfaça de reservas seja cada vez maior. Desde junho de 2019, observa-se uma queda de US\$ 47,6 bilhões nas reservas, equivalente a 12,26%, algo não desprezível se levarmos em conta o cenário incerto que tende a prosseguir. Cabe destacar que essa redução ainda não se refletiu em queda no indicador ARA trazido acima.

Países intensivos em exportações de commodities, como é o caso do Brasil, precisam ter uma precaução adicional, pois nos momentos de crise mais espaiadas, a exemplo de 2008 e da atual, a queda nos preços das commodities tende a ser acompanhada por contrações nos fluxos financeiros para os países emergentes. Destarte, no momento em que o país mais precisaria de recursos para financiar os seus déficits em transações correntes, os capitais tenderiam a sair de suas economias. Levando em consideração esses aspectos, o próprio FMI inclui a sugestão de um ajuste no ARA, o qual seria inferior ao “tradicional” apontado anteriormente, ou seja, indicaria uma menor “folga” das reservas.

Mas, se foi argumentado que o regime atual funciona bem, por que o real se depreciou mais que as moedas dos outros países emergentes? Um dos possíveis fatores é o alto grau de abertura financeira, que possibilita a entrada



maciça de recursos em períodos de alta liquidez internacional (valorizando a moeda), mas também uma saída rápida de dólares quando ela se retrai (depreciando o real). O indicador do FMI também contempla, ao menos indiretamente, essa questão. Da mesma forma que no caso dos emergentes exportadores de commodities, para aqueles onde prevalece alta instabilidade de fluxos, seria preciso calcular um valor ajustado, também menor que o tradicional e que indicaria um excesso de reservas menor.

A adoção de impostos sobre a entrada e/ou saída de capitais, ainda que só para algumas modalidades de fluxos, seria necessária para mitigar movimentos mais acentuados destes e, conseqüentemente, da taxa de câmbio. Enquanto o real não for um ativo de reserva no âmbito internacional, ele continuará dependente de ciclos internacionais de liquidez e, dado o alto grau de abertura financeira vigente, não haverá outra maneira de garantir um regime de câmbio flutuante com um mínimo de estabilidade, se não pela manutenção de altos volumes de reservas.

A partir dos fatores elencados ao longo do texto, defendemos que as reservas devem ser usadas somente para a estabilização do mercado cambial e de preferência pela utilização de instrumentos que não implicam alterações em seu estoque. Seu uso para o abatimento da dívida pública ou fonte de recursos de gastos públicos traria benefícios duvidosos frente ao potencial risco que engendraria. A obtenção de recursos para momentos difíceis, como o atual, pode ser equacionada de outras formas, a exemplo de emissão de dívidas, utilização de saldos da

conta única do tesouro, entre outras. Neste momento tão delicado, devemos ficar em casa e não mexer nas reservas.

Notas

¹Mesmo para os resultados em reais as reservas são importantes, pois as perdas com swaps podem ser compensadas com os ganhos cambiais do estoque de reservas. Segundo dados do BCB, neste ano (até 20/03) a perda com swaps foi de R\$39,6 bilhões, amplamente compensada pelos retorno líquido (valorização e juros e descontado o custo de captação) de R\$352,2 bilhões, gerando um ganho cambial líquido de R\$312,6 bilhões, parte do qual é direcionado para a Conta Única do Tesouro.

²Dados até 20/03/2020

³<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/04/guedes-sugere-a-senadores-uso-de-reservas-internacionais-para-conter-danos-da-pandemia.shtml>

Referências

DENBEE, E.; JUNG, C.; PATERNO, F. Stitching Together the Global Financial Safety Net. Financial Stability Paper – Bank of England, n.36.

IMF (2020). Global Financial Stability Overview: Markets in the Time of COVID-19.

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE (IIF). (2020). Capital Flows Tracker – April 2020 The COVID-19 Cliff.

TERRA, F. et al. (2020) Como financiar o Tesouro pela Conta Única? Le Monde Diplomatique Brasil, abril.



AS AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO E O BRASIL NA CRISE DA COVID-19

Pedro Lange Netto Machado

Doutorando em Ciência Política no Instituto de Estudos Sociais e Políticos da UERJ. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF) e do Grupo de Estudos de Economia e Política (GEEP/IESP/UERJ).

ÍNDICE

“Pensamos que era difícil continuar justificando uma perspectiva positiva alta, que estava principalmente fundamentada em uma redução do *déficit* nos próximos anos e uma perspectiva de progresso na agenda de reformas.”¹ Assim se resume a justificativa de Livia Honsel, analista da S&P Global (S&P) para piorar, no dia 6 de abril de 2020, a perspectiva da classificação de risco do Brasil, frente aos prováveis impactos da crise do novo coronavírus. Desde que a austeridade fiscal e a agenda de reformas liberais se tornaram imperativos na política econômica do país, a nota de risco brasileira só piorou, apesar das promessas das agências de *rating* de que esse é o caminho para a prosperidade. A contradição entre esse discurso e os *ratings* recebidos pelo Brasil durante suas gestões neoliberais se tornou então patente, à medida em que tal agenda se aprofundava, mas se mostrava ineficaz tanto na promoção da retomada do crescimento do PIB quanto na melhoria da credibilidade brasileira perante o mercado financeiro. Mas, no meio do caminho, havia a conveniente pandemia da Covid-19 para arcar com os insucessos de uma estratégia econômica tão fracassada quanto resiliente.

A S&P é a maior dentre as três agências de classificação de risco que constituem um oligopólio no segmento global de avaliação da credibilidade de ativos financeiros transacionados nos mercados de capitais – as demais

são a Moody’s e a Fitch Ratings. Neste ambiente, ao atribuir *ratings* soberanos a títulos de dívida pública, informam a potenciais credores do Estado sobre sua capacidade e vontade de honrar com os compromissos de dívida contraídos nas condições e prazos pactuados – conforme definição das próprias empresas. Como consequência, a avaliação de risco feita pelas agências repercute sobre a capacidade de endividamento do Estado, incidindo tanto sobre as taxas de juros cobradas por investidores quanto sobre o fluxo de capitais em sua economia. Em outras palavras, a estabilidade do Balanço de Pagamentos está, em alguma medida, sob a constante influência das ações das agências.

Embora as metodologias anunciadas por S&P, Moody’s e Fitch para formular suas notas de risco não sejam idênticas, envolvem sempre a mensuração de uma série de variáveis quantitativas e qualitativas, que, fundidas em um processo pouco transparente, originam o conceito indicativo dos riscos inerentes à aquisição de títulos da dívida pública de um determinado país. No caso das três agências, os conceitos se organizam, similarmente, em uma escala que se divide entre *ratings* categorizados como grau de investimento e os pertencentes ao grau especulativo: no primeiro caso, sinaliza-se aos investidores uma maior credibilidade do país avaliado para honrar com seus compromissos de dívida; no segundo, o risco de um potencial calote é sugerido,



acentuando-se quanto pior for a nota em questão. Como observa a literatura acadêmica, os parâmetros que orientam a formulação dos *ratings* são ideologicamente informados pelos preceitos da ortodoxia neoliberal.

Isso significa que as agências de classificação de risco não devem ser consideradas entidades meramente técnicas nem politicamente neutras, ainda que se apresentem como tal. Com efeito, não são raras as ocasiões em que se comportam como efetivos atores políticos na esfera estatal, advogando a implementação do receituário do Consenso de Washington como via para a obtenção de melhores notas de risco e, conforme o substrato ideológico que as orienta, para o próprio desenvolvimento econômico. Diante da autoridade epistêmica de que gozam, decorrente da posição que ocupam no sistema financeiro internacional, a atuação das agências acaba, desse modo, por conferir maior longevidade à agenda neoliberal, uma vez que tende a promover uma bifurcação artificial entre a gestão da política e da economia nacionais. Em outras palavras, o efeito almejado e, em alguma medida, provocado por suas ações é a blindagem, do debate democrático, da gestão da política econômica dos países vulneráveis à volátil confiança dos agentes que operam no mercado financeiro. Estes, ao fim e ao cabo, acabam por ser os efetivos beneficiários do *modus operandi* das agências de *rating*.

No caso do Brasil, os melhores patamares históricos do *rating* brasileiro foram alcançados durante as gestões de Lula da Silva e Dilma

Rousseff, ambos do Partido dos Trabalhadores (PT). De 2003 a 2012, a classificação de risco brasileira melhorou ininterruptamente, conquistando o grau de investimento entre 2008 e 2009, período em que se situaram os primeiros impactos da crise financeira global. Cabe lembrar que, na esteira da crise, a política econômica levada a cabo foi na contramão da ortodoxia propagada pelas agências como necessária à reabilitação dos países, com uma

... as agências de classificação de risco não devem ser consideradas entidades meramente técnicas nem politicamente neutras, ainda que se apresentem como tal.

agenda de investimentos públicos sendo implementada ao final do governo Lula. No mesmo sentido, surpreende que as três empresas, em um primeiro momento, tenham chancelado, tanto por meio de seus relatórios

quanto da melhora dos ratings atribuídos ao Brasil, a Nova Matriz Econômica que o governo Dilma tentou, sem sucesso, estabelecer.

A partir de meados de 2013, no entanto, a classificação de risco brasileira começaria a declinar, diante do fracasso da política econômica implementada em promover o crescimento do PIB, o que levou a um quadro de deterioração fiscal, pressões inflacionárias e perda de confiança do mundo financeiro. Em seu segundo mandato, com a acentuação da crise econômica, Dilma cedeu às pressões do mercado, em parte canalizadas pelas agências, fazendo com que o país aderisse à agenda ortodoxa. Capitaneada por Joaquim Levy, prócer do mundo financeiro, a estratégia de contração fiscal expansionista logrou apenas aprofundar a recessão, em meio a um cenário de crise política e de governabilidade, que culminaria no controverso *impeachment* da



presidente. Ao longo deste processo, a nota de risco brasileira foi reiteradamente rebaixada, perdendo o grau de investimento das três agências, cujo ativismo político em favor da destituição de Dilma passou a se evidenciar nos relatórios publicados e em declarações de seus executivos em canais de mídia.

Uma possível explicação para isso reside na sinalização de Temer, ainda em outubro de 2015, de que sua gestão estaria inteiramente alinhada aos parâmetros da ortodoxia neoliberal, conforme apontado no programa “Uma Ponte para o Futuro”. De fato, desde o início de seu governo, o aprofundamento da austeridade fiscal, a promoção de reformas liberalizantes e o estabelecimento de um teto constitucional para os gastos públicos, por meio da Emenda Constitucional 95, renderam inúmeros elogios das agências ao manejo da política econômica nacional. Entretanto, a classificação de risco brasileira seguiu piorando diante da tímida recuperação da economia e, sobretudo, do fracasso do governo em realizar uma reforma da previdência – reiteradamente cobrada pelas três empresas. Associada à persistente crise econômica, a crise política e de representatividade voltaria a se acentuar com indícios de corrupção do presidente. É em meio a esse cenário, após um processo eleitoral repleto de turbulências, que Jair Bolsonaro é eleito presidente da república.

Apesar da radicalização da agenda neoliberal implementada em seu governo pelo ministro da economia, Paulo Guedes, a classificação de risco brasileira permaneceria inalterada de março de 2018 até dezembro de 2019. Apenas neste mês, a S&P revisaria a perspectiva do *rating* brasileiro de estável para positiva, destacando os esforços do governo em prol da

consolidação fiscal, do avanço da agenda de reformas – sobretudo com a reforma da previdência – e o ambiente de baixas taxas de juros.² Tudo isso, para a empresa, deveria contribuir para o fortalecimento do perfil de crédito do país nos próximos anos, já que sugeria um ambiente favorável à retomada de investimentos e ao crescimento econômico.

Em março de 2020, porém, a notícia de que PIB brasileiro registrara o menor avanço dos últimos três anos – apenas 1,1% de crescimento em 2019 – contrariou as expectativas do governo e da agência. Para a sorte de ambos, no entanto, a pandemia do Covid-19 logo ofuscaria os questionamentos em torno das razões para o “pibinho”.

Isso se evidenciou na mudança de postura de Guedes, que, imediatamente após o resultado do PIB vir à tona, declarou que “está tudo dentro do previsto. Eu não entendi essa comoção toda. O que que eles esperavam? Era 1% que havíamos ditos que iríamos crescer no primeiro ano”³. Menos de um mês depois, contudo, o ministro mudaria o discurso, alegando que a economia estava “decolando”, mas que fora prejudicada pela crise do coronavírus⁴. Os desdobramentos da crise também parecem embasar a decisão da S&P para piorar a perspectiva da nota de risco brasileira, de positiva para estável, sobretudo devido à inevitável interrupção da agenda de reformas. Em todo caso, as três agências já explicitaram que permanecem à espreita, aguardando o arrefecimento da crise para voltar a pressionar pela austeridade fiscal e por novas reformas liberalizantes.⁵

Tudo isso sugere que, a depender das agências de *rating* e da equipe econômica de



Paulo Guedes, não será fácil para o país se livrar da austeridade fiscal e de novas reformas que minimizam o papel do Estado na economia como imperativos da política econômica nacional no cenário pós-pandemia.

Apesar de o debate acadêmico internacional apontar para a necessidade de uma retomada da ação social pelo Estado, desnudada pela crise sanitária e socioeconômica que aflige sobretudo o mundo ocidental, o cenário se apresenta mais nebuloso para o Brasil. Com um governo que titubeia em reconhecer a gravidade da epidemia e que permanece com uma equipe econômica inteiramente alinhada às demandas do mercado financeiro, o receituário econômico a ser seguido deverá ser o mesmo que desembocou na contradição pré-pandemia: por um lado, elogios das agências de *rating* à boa gestão da economia nacional; por outro lado, refletindo nossa própria experiência recente, a classificação de risco brasileira deverá permanecer inalterada ou mesmo piorar, dada a ineficácia dos preceitos ortodoxos em frear a iminente contração econômica associada às demais consequências deletérias da crise nos planos político e social.

Trata-se, no entanto, de uma contradição em nada inesperada ou casual, se compreendido o real papel desempenhado pelas agências no sistema financeiro globalizado. Como já sugerido, a função dessas empresas não se limita a mitigar assimetrias informacionais entre emissores de dívida e seus potenciais credores, mas também a zelar pelos interesses destes mediante a propagação das normas, práticas e instituições necessárias para tanto – que se traduzem no receituário ortodoxo. Em outras palavras, deve-se ter em vista que as

políticas propagadas por S&P, Moody's e Fitch não visam ao bem-estar da população nem, prioritariamente, ao crescimento das economias nacionais, ainda que este seja também relevante para que Estados tenham uma maior capacidade de honrar com seus compromissos de dívida pública.

O esclarecimento dos propósitos e do *modus operandi* das agências em sua interação com governos nacionais desponta, finalmente, como fator imprescindível ao aperfeiçoamento da governança democrática no contexto de globalização financeira. Isso se mostra patente diante de suas recorrentes ingerências em processos democráticos, que acabam por ser estrangidos pela ação das agências – situação esta que deverá ganhar novos contornos diante do potencial disruptivo que a pandemia impõe à ordem econômica internacional até então vigente. Nesse sentido, lançar luz à atuação desses atores acaba por ser, afinal, uma condição para a própria superação da ortodoxia neoliberal.

Notas

¹<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/04/ficou-dificil-continuar-justificando-uma-perspectiva-positiva-para-o-brasil-diz-sp.shtml>

²<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/12/11/sandp-coloca-rating-do-brasil-em-perspectiva-positiva.ghtml>

³<https://www.cartacapital.com.br/economia/eu-nao-entendi-essa-comocao-toda-diz-paulo-guedes-sobre-pib/>

⁴<https://exame.abril.com.br/economia/guedes->



diz-que-brasil-ja-estava-decolando-antes-da-
crise-do-coronavirus/

⁵[https://valor.globo.com/financas/
noticia/2020/03/30/agencias-de-rating-cobram](https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/30/agencias-de-rating-cobram)

-disciplina-fiscal-de-longo-prazo.ghtml [https://
valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/30/
agencias-de-rating-cobram-disciplina-fiscal-de-
longo-prazo.ghtml](https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/03/30/agencias-de-rating-cobram-disciplina-fiscal-de-longo-prazo.ghtml)



AS MEDIDAS DE COMBATE A CRISE DO CORONAVÍRUS E A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL EM RELAÇÃO A ESTABILIDADE DO SISTEMA FINANCEIRO E POLÍTICA DE ACESSO AO CRÉDITO

Luiz Fernando de Paula

Professor do Instituto de Economia da UFRJ e coordenador do Grupo de Estudos de Economia e Política do IESP/UERJ

Mateus Coelho Ferreira

Doutorando em Economia- UFRJ. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

A Crise do Coronavírus (Covid-19) vem se tornando um fato inédito na história econômica mundial, em especial, por ser uma combinação de uma crise sanitária e econômica, que em função da adoção do método de distanciamento social ou “lockdown horizontal”, em que ocorre um fechamento parcial ou total de vários setores da economia, envolve tanto uma dimensão de oferta quando de demanda. Do lado da oferta, inúmeras empresas, bem como trabalhadores informais e autônomos, são impossibilitados de trabalharem oferecendo seus bens e serviços, paralisando ou diminuindo o número de horas trabalhadas. Do lado da demanda, ocorre uma postergação de consumo em meio a incerteza e as restrições de movimentação de pessoas. Consequentemente, o resultado é um duplo choque de oferta e de demanda, algo que só ocorre em situações extremadas de guerra.

Partindo deste cenário desafiador, os países desenvolvidos passaram a adotar diversas medidas de estímulo à economia em vista de manter a solvência das empresas, a renda dos mais vulneráveis e a manutenção dos empregos formais, buscando impedir uma queda mais acentuada na demanda agregada. Como exemplo notório, os EUA anunciaram um primeiro pacote de estímulo na ordem de US\$

2 trilhões; já a Comunidade Europeia UE anunciou em 30/04/2020 que vai criar um fundo de 100 bilhões de euros para evitar desemprego na região. Evidentemente, esse tipo de resposta acaba resultando em um aumento expressivo do endividamento público. No entanto, no Brasil, por causa da visão neoliberal da equipe econômica, as propostas de combate à crise foram inicialmente vocalizadas para continuar no caminho da agenda de privatizações, do ajuste fiscal e das reformas estruturais. No início da crise, o ministro da Economia Paulo Guedes, um conhecido “Chicago Boy”, sustentava no início da pandemia que o país iria “decolar” para um crescimento de 2,5% até o final do ano (a despeito desse cenário recessivo global), e caso fosse necessário uma ajuda para a área de saúde, apenas um valor de de 5 bilhões de reais poderia ser o suficiente para “aniquilar” o vírus (UOL, “Com R\$ 5 bilhões de reais a gente aniquila o vírus, diz Paulo Guedes”. 13/03/2020).

Entretanto, com a percepção clara do agravamento da situação no restante do mundo e da ação nacional conjunta dos governadores e prefeitos em favor das medidas de contenção, a realidade acabou se impondo: a política de redução do papel do Estado teve que ser abandonada, a menos de



forma temporária, para dar lugar a uma expansão significativa do déficit primário e da dívida pública¹. Este fato se deve tanto pela perda natural de arrecadação tributária (positivamente correlacionada com atividade econômica e amplificada com a queda dos preços do petróleo), quanto na ampliação de novos gastos de combate aos efeitos da crise econômica, entre os quais: criação de uma renda básica emergencial de R\$ 600,00 reais por três meses trabalhadores do setor informal; um compartilhamento do custo da folha salarial das empresas, no qual é possível manter o vínculo empregatício ao reduzir a jornada ou suspender temporariamente o contrato de trabalho com a contrapartida do governo em garantir parte dos salários com recursos do seguro desemprego; e, por fim, um auxílio amplo para recomposição do caixa de estados e municípios.

No caso do mercado de crédito, houve um consenso também que seria necessário oferecer linhas para manter o capital de giro das empresas e promover um relaxamento da rolagem das suas obrigações financeiras. Neste contexto, o Banco Central do Brasil (BCB), na figura do seu presidente Roberto Campos Neto, já em março anunciou um grande rol de medidas econômicas com objetivo de manter a estabilidade financeira e o bom funcionamento do sistema financeiro nacional. Nas suas palavras “O Banco Central anunciou várias medidas para assegurar bom nível de liquidez para o SFN e para fazer fluir o canal de crédito. A ideia é que os bancos tenham recursos prontamente disponíveis em volume suficiente para emprestar e para refinarar dívidas das pessoas e empresas mais afetadas pela crise.”

Dentre essas medidas que podemos destacar para atingir esse objetivo estão: 1) a redução

do nível de depósitos compulsórios sobre recursos a prazo de 25% para 17%; 2) diminuição dos requerimentos de liquidez de curto prazo (LCR) e do Adicional de Conservação de Capital Principal dos bancos; 3) uso de empréstimos com lastro com letras financeiras garantidas por operação de crédito (potencial de liberar R\$ 670 bilhões de liquidez); 4) recompra de letras financeiras que podem ser deduzidas do depósito compulsório recursos a prazo; 5) dispensa de provisionamento para renegociação de operações de crédito; 6) reclassificação dos níveis de risco das operações de crédito entre 1 de março de 30 de setembro aos níveis de fevereiro de 2020, antes do início da crise; 7) Criação do Depósito a Prazo com Garantias Especiais (DPGE), permitindo que instituições financeiras capturem depósitos garantidos pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito), ampliando de \$20 milhões para R\$40 milhões de reais por titular. Em suma, segundo o BCB (2020) “As medidas têm o potencial de ampliar a oferta de crédito em R\$ 1.197 bilhões, ou 16,4% do PIB”. A rigor parece ser um valor bastante expressivo.

De fato, este conjunto inicial era algo esperado de acordo com a visão teórica da equipe econômica, ou seja, que bastasse apenas aumentar o nível das reservas bancárias, controlando o “multiplicador bancário”, para que imediatamente a oferta de crédito fosse retomada no mercado para a tendência anterior. Na prática, essas medidas, ainda que contribuam para aliviar as restrições de liquidez do setor bancário, têm se revelado claramente insuficientes, visto que muitas empresas estavam com dificuldade em acessar as linhas de crédito tradicionais ou mesmo não queriam contraí-las porque os juros até tinham aumentado no período (“Empresários relatam



juros mais altos e restrições em financiamento com a crise”, Estado de S.Paulo, 05/04/2020).

O que vem acontecendo é o contrário do que era previsto: em cenário de incerteza quanto ao futuro, os bancos vêm adotando uma postura mais “conservadora”, com maior racionamento de crédito que favorece os clientes de menor risco, isto é, as grandes empresas. Logo, essa situação demonstrou que a concessão de crédito não dependeria apenas do limite ao aumento das reservas bancárias disponíveis, facilitadas pela ação do BC³. O próprio BCB afirmou que o sistema já se encontrava em uma posição confortável em termos de liquidez e solidez financeira, de acordo os requerimentos de Basileia. Na realidade, essa situação defensiva se deve ao comportamento pró-cíclico do sistema bancário durante o ciclo econômico, no qual a oferta de crédito depende principalmente das suas expectativas de lucratividade futuras e da percepção de risco da carteira de seus clientes e da maior ou menor demanda por crédito por parte dos agentes não-financeiros (estando relacionado com a decisão de estar disposto a gastar mais ou menos). Neste sentido, o cenário claramente aponta para um aumento da inadimplência no curto prazo, em face da incerteza sobre qual seria a extensão da quarentena imposta no país que colapsa a capacidade das empresas auferirem renda, gerando um problema de fragilidade financeira de acordo com a abordagem de fluxo de caixa à la Minsky.

Portanto, houve uma forte reação para que o governo junto aos bancos públicos como a

Caixa e o BCB tomassem medidas mais assertivas para garantir o acesso ao crédito na “ponta”, principalmente, com relação às pequenas e médias empresas. Neste sentido, junto ao Tesouro, as instituições financeiras e o BNDES idealizaram uma segunda proposta, considerada mais ousada, e agora com participação de garantia com recursos públicos: um programa de financiamento de folha de pagamento de até dois salários mínimos por dois meses na ordem de R\$ 40 bilhões, a taxa

O que vem acontecendo é o contrário do que era previsto: em cenário de incerteza quanto ao futuro, os bancos vêm adotando uma postura mais “conservadora”, com maior racionamento de crédito que favorece os clientes de menor risco (grandes empresas).

Selic de 3,7% a.a., em que o Tesouro entraria com 85% dos recursos e os bancos privados com os 15% restantes. Essa nova medida parece ser mais alinhada ao objetivo de conseguir efetivamente aliviar o risco de crédito percebido pelos bancos. Porém, dado o teto

do financiamento estabelecido, do período de extensão do contrato, da contrapartida de manutenção de empregos e do ambiente de incerteza decorrente da própria crise da pandemia, pode ser que esta medida tenha efeitos limitados. Dados preliminares já apontam que a demanda por essa linha de crédito subsidiada pelo Tesouro chegou apenas a 35% da oferta de recursos disponibilizados (R\$ 30 bilhões) no mês de abril, dada a dificuldade das empresas de menor porte de se comprometer a não demitir em um cenário tão incerto, além da dívida tributária ser uma barreira ao acesso ao financiamento de algumas (“Procura por linha para folha de pagamento chega só a 35% da oferta”, Valor Econômico, 29/4/2020).

Outro ponto importante ressaltado para melhorar o acesso ao crédito e estabilidade



financeira, em um segundo momento, é permitir que o Banco Central passe a atuar na curva “longa” de juros, dado a dificuldade da taxa de juros de curto prazo afetar as taxas mais longas em situação de preferência pela liquidez extremada dos agentes econômicos, induzido pela maior percepção de incerteza a partir da pandemia do coronavírus. De fato, esta fuga para liquidez ou para a moeda estrangeira (“fuga para segurança”), ocasiona uma forte elevação das taxas de juros de longo prazo dos títulos públicos e privados que se descolam totalmente da taxa de juros de curto prazo, fixada pelo BCB, num movimento conhecido como “aumento da inclinação da curva de juros”. Desta forma, foi incluída na PEC do “orçamento de guerra”, uma autorização para que o BCB possa comprar diretamente títulos privados das carteiras das instituições financeiras, como debêntures e letras financeiras e títulos de dívida pública, no mercado secundário, permitindo assim afetar a ponta longa da curva de rendimentos. O mecanismo usual é denominado de operação “twist” em que BCB compra títulos de longo prazo e vende simultaneamente o mesmo montante no curto prazo.

Essa ação pode ser combinada com a adoção do sistema de “depósitos voluntários remunerados”, no qual o BCB paga um piso de remuneração sobre as reservas bancárias excedentes com o objetivo de administrar a liquidez no mercado interbancário e manter a meta de juros definida pelo Conselho de Política Monetária (COPOM), como ocorre no Federal Reserve (Fed), algo que ficou para um projeto de lei complementar. Atualmente, o Banco Central do Brasil utiliza apenas depósitos compulsórios, taxa de redesconto e operações compromissadas como instrumentos de

política monetária⁴. Com depósitos remunerados, o Banco Central pode expandir seu balanço, mas sem precisar retirar liquidez do sistema bancário. Essa medida alternativa, portanto, permitiria o Banco Central reduzir os níveis de compulsórios a zero (um custo implícito no spread de juros), e ainda, diminuir gradativamente o uso de operações compromissadas, que correspondem perto de 1/3 da dívida pública bruta, em geral, com vencimentos no curtíssimo prazo.

Além disso, uma medida importante seria ampliar a efetividade da ação do Banco Central seria incluir uma supressão de forma temporária do artigo da Constituição Federal que impede o BCB de comprar títulos do Tesouro no mercado primário, conforme tem sido defendido por vários economistas (Bresser-Pereira e Oreiro, Monica de Bolle e outros). Assim, o BCB poderia financiar diretamente com emissão de moeda os gastos do Tesouro, sem precisar indicar fontes de recursos, podendo assim ampliar o volume e a extensão das medidas necessárias para enfrentamento da crise do Covid-19 de forma mais rápida. Caso seja necessário, o Banco Central pode deixar a taxa nominal de juros cair a zero, e controlar a saída de recursos externos vendendo parte das reservas cambiais, ou mesmo, introduzindo controle de capitais. Ademais, o próprio BCB poderia no limite criar uma linha de crédito a taxa de juros Selic e depositar a demanda desejada de crédito na conta corrente das empresas, assumindo todo o risco de crédito neste período, sem precisar recorrer aos métodos tradicionais. Apesar de começar no setor real, a crise econômica não pode se tornar uma crise financeira (em caso de aumento generalizado da inadimplência), o que teria efeitos ainda mais devastadores.



Neste momento, dada à elevada ociosidade no uso dos fatores de produção (capital e trabalho), a probabilidade de ocorrer uma aceleração da inflação devido ao financiamento monetário do déficit público é muito pequena. Aliás a rejeição da equipe econômica a esse tipo de proposta se deve provavelmente ao argumento monetarista (e quase como um mantra) que “a inflação é sempre resultado de um fenômeno puramente monetário”. A crise financeira de 2008 com o Quantitative Easing (QE) e consequente aumento do balanço dos bancos centrais de forma sem precedentes na história, demonstraram que essa afirmação não corresponde à realidade dos fatos.

Portanto, o abandono de falsas premissas é necessário para que as medidas para salvar a vida das pessoas e os empregos sejam tomadas com efetividade no menor espaço de tempo. Em outras palavras, o Banco Central por ser o braço financeiro do governo, tem uma capacidade de atuação menos limitada que pode parecer à primeira vista. Mesmo diante do que foi exposto anteriormente, o cômputo geral ainda bastante tímido em relação ao que poderia ser feito, ainda que sua ação tenha que ser necessariamente complementada por uma política fiscal contracíclica e uma política de crédito mais ativa por parte dos bancos públicos.

Notas

¹O déficit primário projetado chega perto de R\$ 600 bilhões enquanto que a dívida pública é estimada em ficar entre 85% e 90% do PIB. “IFI estima queda de 2,2% no PIB, chegando a 5,2% em cenário otimista”. Senado Federal, dia 13/04/2020.

²BCB - Banco Central do Brasil (2020) “Medidas

de combate ao efeito da Covid-19”, disponível em https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/medidasdecombate_covid19

³“Na verdade, o sistema bancário cria reservas bancárias quando concede crédito. Ver Mcley et al. “ Money creation in the modern economy”, Bank of England Quartely Bolletín Q1, 2014.

⁴Operações compromissadas são operações de venda (ou compra) de títulos públicos com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data futura

Referências

Banco Central do Brasil (2020) “Medidas de combate ao efeito da Covid-19” Disponível em > https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/medidasdecombate_covid19

Borio, C.; Furfine, C. e Lowe, P. (2001) “Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options” Basel: Bank for International Settlements, BIS Working papers n. 1.

Bresser-Pereira, L.C. e Oreiro, J.L. (2020). “Compra de títulos públicos e privados”, abril.

Mclay, M.; Radia, A. e Ryland, T. (2014) “ Money creation in the modern economy” Bank of England, Quartely Bolletín Q1.

Lowe, P. (2002) “Credit risk measurement and procyclicality” Basel: Bank for International Settlements, BIS Working papers. n. 16.

Paula, L.F. (2014). Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.



A LETARGIA DA EQUIPE ECONÔMICA EM RELAÇÃO À PANDEMIA: NA CONTRAMÃO DA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

Thiago Antonioli

Doutorando de Economia da UFF. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

A pandemia da Covid-19 tem causado efeitos catastróficos sobre os sistemas de saúde em todo o mundo, sobrecarregando os leitos hospitalares (no caso brasileiro, especificamente, já insuficientes para atender à demanda da população em tempos normais) com doentes para os quais ainda não há pleno conhecimento sobre a medicação ou o tratamento a serem administrados.

Uma das principais medidas sugeridas pela OMS¹ no combate à pandemia é o isolamento social, que tem como principal objetivo diminuir o ritmo de propagação do vírus, para que os sistemas de saúde não entrem em colapso e para que se ganhe tempo até a descoberta de um tratamento comprovadamente eficaz. Seguindo essa recomendação, a quase totalidade dos governos ao redor do mundo, mesmo após alguma resistência inicial em alguns casos, assinaram decretos que invariavelmente passam pelo fechamento de fronteiras, suspensão de aulas e limitação de atividades econômicas não ligadas aos setores essenciais. Tais medidas, contudo, têm um impacto direto e negativo sobre a atividade econômica. O FMI², por exemplo, prevê uma retração de 3% da economia mundial e de 5,3% para a economia brasileira, diante disso, alguns analistas insistem em levantar um suposto e abominável impasse entre saúde e economia. O objetivo dessa nota não é levantar justificativas para qualquer dos lados desse

possível impasse, uma vez que se parte do princípio que em situações como a atual os cuidados com a saúde pública devem vir em primeiro lugar. Dito isso, o que será discutido aqui é a forma letárgica com que tem agido a equipe econômica do governo.

Medidas econômicas de enfrentamento à pandemia

Desde os anos 1990 consolidou-se um conjunto de normas sobre as ações de política econômica, reunidas no que convencionou-se chamar de “novo consenso macroeconômico”. Nesse aparato normativo pode-se destacar o protagonismo da política monetária, enquanto a política fiscal idealizada tem apenas uma posição passiva – restrita à ação dos estabilizadores automáticos.

Vários *policymakers* ao redor do mundo foram aderindo explícita ou implicitamente às regras do “novo consenso macroeconômico”³, a política monetária (através do instrumento dos juros) ganhou o título de política macroeconômica universal e se concretizou a crença de que políticas fiscais ativas são apenas fontes de ineficiências. Contudo, em face da incapacidade das ferramentas convencionais de política monetária frente aos desafios impostos pela crise financeira de 2008, houve uma revisão dos quadros de política econômica pelos *policymakers* – com a adoção de políticas monetárias não convencionais (PMNC) e políticas fiscais ativas. Naquela época, a



tomada de tais medidas causou alvoroço nos meios acadêmico e técnico; no caso das políticas monetárias não convencionais, havia incerteza quanto à sua formatação e o conseqüente impacto na atividade econômica; já em relação à política fiscal, havia a certeza⁴ de que seus efeitos não seriam os inicialmente almejados.

Passada mais de uma década da crise financeira de 2007-2008 e com a volta da normalidade à economia mundial, a política monetária de administração da taxa de juros retoma seu papel de protagonismo, enquanto políticas fiscais ativas e políticas monetárias não convencionais perdem espaço no campo de ação prática, apesar da discussão acadêmica ter se intensificado nessa última década. Todavia, tem-se agora o surgimento de uma nova crise, que não tem sua origem ligada ao mercado financeiro, é consequência da pandemia. Não obstante, os instrumentos utilizados para combater os efeitos sobre a atividade econômica são os que foram aprendidos com o episódio da crise financeira de 2008. O *Federal Reserve*, por exemplo, adotou uma série de medidas com o intuito de melhorar os mercados de crédito e provisão de liquidez para famílias, empresas e governos locais, a se destacar: i) *Main Street Lending Program*: uma linha de crédito especial para pequenas e médias empresas que empregam até 10.000 funcionários ou que tenham receita inferior a U\$ 2,5 bilhões; ii) *Municipal Liquidity Facility*: mecanismo criado para prover liquidez e dar apoio aos governos estaduais e municipais melhorando o gerenciamento das pressões aos

seus fluxos de caixa; iii) *Primary Market Corporate Credit Facility* e *Secondary Market Corporate Credit Facility*: compra de títulos empresariais nos mercados primário e secundário, respectivamente.

Essas e outras medidas tomadas pelo Fed⁵, postas em prática num intervalo pequeno, se assemelham às realizadas no conjunto de esforços contra a crise financeira de 12 anos atrás, todavia, o banco parece ter adquirido

No que tange às ações de política macroeconômica de enfrentamento à crise do coronavírus, o Brasil está muito distante do exemplo dos Estados Unidos, assim como, de outros países.

conhecimento sobre como aplicar as PMNC e também sobre quais efeitos podem ser esperados, por isso, pôde agir de forma mais célere. Ainda tomando como exemplo os Estados Unidos, a crise financeira

parece ter deixado lições também no campo da política fiscal. À época, foram necessários quatro anos (fev-2008/fev-2012) e a assinatura de 18 leis para permitir um impacto de aproximadamente U\$ 1,5 trilhão, enquanto no cenário atual, o Congresso americano já aprovou medidas fiscais cujo impacto estimado no orçamento é de U\$ 1,8 trilhão⁶.

No que tange às ações de política macroeconômica de enfrentamento à crise do coronavírus, o Brasil está muito distante do exemplo dos Estados Unidos, assim como, de outros países. Em relação às políticas monetárias não convencionais, o Brasil, diferentemente de outras economias (sobretudo, Estados Unidos, Zona do Euro e Japão), não adquiriu experiência durante a crise financeira. A de se destacar que no caso brasileiro há restrições legais que impedem



atuação do Banco Central do Brasil semelhante à dos países supracitados. Contudo, essas medidas provaram-se importantes para garantir crédito e liquidez em momentos como o vivido atualmente, não obstante, a equipe econômica do governo, em dissonância com seus pares internacionais que seguem inclusive a mesma ideologia econômica, age de forma tímida e morosa. Pode-se questionar a capacidade do Brasil em realizar tais políticas, contudo, quando se analisa somente o grupo dos emergentes ainda estamos atrasados, uma vez que os bancos centrais de Polônia, Turquia, Romênia, África do Sul, Filipinas, Chile e Colômbia, ainda em março, anunciaram programas de compra de títulos privados.

Ainda que se tenha reconhecido a necessidade da adoção de PMNC, o que fica evidente na apresentação do presidente do Banco Central, Roberto Campos Neto, a senadores no dia 09/04⁷, mais uma vez o governo demonstra sua lentidão em efetivar as medidas necessárias e - até a publicação dessa nota- nenhuma providência havia sido tomada de forma mais evidente. Coube ao Poder Legislativo apresentar a principal proposta de alteração na condução da política monetária até o presente momento, trata-se do art. 1º, §10 da PEC 10/2020⁸ (PEC do “Orçamento de Guerra”): *“O Banco Central, limitado ao enfrentamento da referida calamidade, e com vigência e efeitos restritos ao período de duração desta, fica autorizado a comprar e vender direitos creditórios e títulos privados de crédito em mercados secundários, no âmbito de mercados financeiros, de capitais e de pagamentos”*.

Além do parágrafo citado acima, que dá mais liberdade de ação ao Banco Central do Brasil ao

autorizá-lo a adquirir títulos privados, se traduzindo numa medida potencialmente mais robusta do que as já postas em prática, e que denotaria um novo aparato instrumental para o banco, a PEC 10/2020 traz também propostas de cunho fiscal, a se destacar, a autorização do descumprimento da “regra de ouro”⁹ durante o período de vigência da calamidade pública, reconhecida pelo Congresso Nacional.

Todavia, enquanto a PEC do “Orçamento de Guerra” pareça ser uma forma de resposta do Congresso para a letargia apresentada pela equipe encabeçada pelo Ministro Guedes, no campo fiscal, ela em si pode não representar qualquer mudança no quadro adotado pelo governo até então. A própria tramitação de uma proposta de emenda constitucional que preveja a autorização para a União praticar gastos extraordinários, tornando nula, ainda que provisoriamente, a “regra de ouro” se apresenta como um exagero. Primeiro, o processo de tramitação de uma PEC é bastante rígido e caso algum item não seja aprovado, seria necessária uma nova PEC que passaria por todos as etapas do processo novamente. Ademais, em essência a regra foi quebrada no ano passado, uma vez que o Congresso acatou pedido do Governo e aprovou créditos extraordinários no montante de R\$ 248,9 bilhões, e não tínhamos um cenário com gravidade sequer próxima da atual.

Segundo, a PEC 10/2020 não se traduz num ato impositivo, não é porque o Governo tem a possibilidade de expandir seus gastos que ele necessariamente o fará. Caso a equipe econômica tivesse um plano de gastos pronto, já o teria apresentado e requisitado a aprovação dos respectivos créditos



extraordinários necessários para sua execução¹⁰, uma vez que tal ato está respaldado legalmente pelo art. 167, §3º da Constituição Federal¹¹. Contudo, a expansão de gastos não parece ser a intenção da equipe capitaneada por Paulo Guedes, pois reiteradas vezes deixaram claro, mesmo após o início da crise provocada pelo novo coronavírus, que a principal preocupação é com as reformas¹² e as privatizações. Como exemplo, temos a declaração do Secretário de Política Econômica, Adolfo Sachsida, de que “a vacina contra o coronavírus é avançarmos em reformas econômicas”¹³. Outro episódio sintomático foi a ausência de Guedes na apresentação do Programa Pró-Brasil¹⁴, que contará, segundo o Governo, com aportes públicos para a retomada da economia no valor de R\$ 300 bilhões. O anúncio do programa não contou com qualquer representante do Ministério da Economia, foi realizado pelo Ministro-Chefe da Casa Civil, um general.

Por fim, o “cheque em branco” dado ao Governo pela PEC 10/2020 tem prazo restrito ao período de vigência do estado de calamidade pública. Contudo, a necessidade de esforço fiscal não será limitada ao decurso da pandemia, muito pelo contrário, os gastos decorrentes do enfrentamento dos efeitos da COVID-19 não serão capazes de evitar o ambiente recessivo posterior, por isso, o Governo deve pensar num programa que auxilie na “retomada” do crescimento da economia – que já não vinha bem antes do surgimento da crise.

Em suma, os resultados esperados com a aprovação da PEC do “Orçamento de Guerra”

poderiam ser obtidos de forma mais célere caso houvesse interesse do Poder Executivo; além disso, demonstra a falta de sintonia entre os Poderes, que, assim como a rápida resposta do Governo, é algo indispensável em momentos como o atual.

A falta de sintonia não é exclusiva na relação entre Executivo e Legislativo, o Judiciário e também as administrações estaduais e municipais podem ser incluídas¹⁵. Tais relações podem ser abaladas por razões de ordem política e eleitoral, o que não será analisado aqui, contudo, o que chama atenção é que também podemos identificá-la na atuação das instituições econômicas do governo. Uma sintonia fina entre os órgãos de política econômica é indispensável para o enfrentamento da crise, infelizmente não é o que testemunhamos no Brasil, onde os anúncios são dispersos e não seguem um plano central, predominando a tomada de medidas pontuais que por vezes são resultadas de pressões setoriais, como exemplo, as medidas que suspenderam a obrigação de reembolso imediato de passagens aéreas (MP 925/2020)¹⁶ e de reservas em hotéis (MP 948/2020)¹⁷, que apesar de serem tentativas de apoio aos respectivos setores de aviação civil e hoteleiro, não levam em consideração os consumidores e, ademais, poderiam muito bem serem contempladas por uma única medida provisória.

Conclusão

Ter duas crises econômicas de proporções mundiais tão próximas uma da outra leva a consequente utilização dos mesmos instrumentos para combater seus efeitos, isso é o que podemos testemunhar atualmente,



exceto no caso brasileiro. A equipe econômica do governo guiada por ideais neoliberais, que por sua vez são bases da macroeconomia ortodoxa, parece ter acompanhado os desenvolvimentos dessa teoria apenas até os anos 1990. Enquanto o grande questionamento na academia nos últimos anos era se as políticas monetárias não convencionais e as políticas fiscais contracíclicas fazem parte de um “novo normal” do aparato de políticas econômicas (o que parece se comprovar verdadeiro, uma vez que as principais economias mundiais não demoraram em recorrer a elas novamente); no Brasil a discussão é sobre reformas liberalizantes e diminuição do tamanho do Estado.

Não obstante, os mecanismos utilizados sejam os mesmos, temos que ter em mente que as crises são diferentes, uma causada por um colapso no sistema financeiro mundial, e a outra decorrente de uma pandemia, ou seja, uma com origem no lado monetário, e a outra no lado real da economia. Portanto, os instrumentos podem ser os mesmos, mas as proporções podem ser diferentes. Há 12 anos as ações de política monetária foram empregadas primeiro e numa quantidade, em valores monetários, muito maior que as de política fiscal. Contudo, o atual cenário pede prioritariamente a expansão dos gastos públicos, impulsionados pelo aumento da demanda por serviços de saúde. Exemplo característico é a Alemanha, principal defensora da austeridade na Zona do Euro, que já anunciou um montante de gastos de

aproximadamente 40% do seu PIB. Enquanto as políticas monetárias não convencionais foram a “bola da vez” durante a crise financeira, agora parece a vez das políticas fiscais ativas mostrarem o seu valor.

No Brasil, no entanto, o pioneirismo que marcou a atuação econômica do governo na década de 1930 nem de longe lembra o comportamento da atual equipe econômica. A pandemia teve origem do outro lado do globo, mas sabia-se que inevitavelmente o Brasil seria atingido, portanto, tínhamos a oportunidade de nos prepararmos.

Não obstante, os mecanismos utilizados sejam os mesmos, temos que ter em mente que as crises são diferentes, uma causada por um colapso no sistema financeiro mundial, e a outra decorrente de uma pandemia, ou seja, uma com origem no lado monetário, e a outra no lado real da economia.

Contudo, mesmo após a confirmação do primeiro caso de coronavírus no país no final de fevereiro, a equipe econômica não dava a devida importância para a ameaça do vírus à economia brasileira. No início de março, o

Ministro da Economia e o secretário do Tesouro, em vez de pensarem num plano conjunto de enfrentamento à crise iminente, trocavam farpas através da imprensa por conta do resultado do PIB de 2019. Apenas duas semanas depois, dia 12/03, é que foi anunciada a possibilidade da edição de uma medida provisória que liberasse R\$ 5 bilhões para o Ministério da Saúde, ou seja, sem qualquer medida de cunho eminentemente econômico.

A lentidão que levou para o início das ações da equipe econômica em relação ao enfrentamento dos efeitos negativos sobre a atividade econômica, também é característica



de sua forma de agir desde então. A postura do governo em relação ao auxílio emergencial é prova disso. Primeiro o governo sinalizou com uma proposta de R\$ 200,00, que foi alvo de críticas pelo baixo valor, após ser apresentada na Câmara dos Deputados, chegou-se a um consenso sobre o valor de R\$ 600,00. Tão logo chegou no Senado o projeto foi aprovado e encaminhado para sanção do Presidente, contudo, foram necessários mais 3 dias para ser sancionado e apenas uma semana depois é que os pagamentos começaram a ser realizados.

Essa morosidade é totalmente dispensável no cenário atual, pois, transparece que a equipe econômica, ou é incapaz de entender as necessidades e fomentar políticas para saná-las, ou está relutante em adotar as ações recomendadas porque prefere se manter fiel à agenda de minimização da atuação do Estado, e, por isso, realiza medidas a conta gotas apenas para aliviar pressões setoriais e assim poder se abster de apresentar um projeto de atuação nos moldes como a situação requer. Tal forma de agir é identificável nas políticas macroeconômicas. Em relação à política monetária, a principal proposta de atuação ficou a cargo do Poder Legislativo. Na esfera fiscal, o governo também não demonstra muito ímpeto, muito pelo contrário, prefere manter o discurso contrário à expansão dos gastos públicos – tão necessários atualmente. Há ausência de um projeto de gastos para o enfrentamento da pandemia e para o combate da recessão que se avizinha, ademais, até agora as medidas do governo são tímidas e/ou demoradas e não apresentam um estímulo considerável ao produto agregado, uma vez que boa parte dos gastos despendidos até o

presente momento foram financiados com recursos realocados ou adiantados, mas que já estavam previstos e aprovados para o orçamento de 2020.

A pandemia do novo coronavírus sem dúvida alguma causará impactos recessivos na economia brasileira, contudo, esses impactos podem ser mitigados, basta a equipe econômica sair do estado de torpor no qual se encontra e se livrar das amarras que, em se tratando de macroeconomia, estão num passado já distante.

Notas

¹<https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/advice-for-public>

²Em seu *World Economic Outlook* de abril de 2020. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

³Em 1999 o Brasil adere oficialmente a um esquema de política econômica baseado na cartilha ditada pelo “novo consenso macroeconômico”, que ficou conhecido como “tripé macroeconômico”.

⁴Pelo menos entre os defensores do “novo consenso macroeconômico”.

⁵Para mais detalhes sobre todas as medidas tomadas pelo Fed no combate aos efeitos da pandemia, acessar: <https://www.federalreserve.gov/funding-credit-liquidity-and-loan-facilities.htm>

⁶<https://www.cbo.gov/publication/56334>



⁷https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Ap_RCN_Senadores_9.4.2020.pdf

⁸https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1872166

⁹Um conjunto de leis que desautorizam a União a emitir de dívida para pagamento de despesas correntes, na prática, significa que as despesas devem ser financiadas a partir das receitas primárias e financeiras da União.

¹⁰ Chama atenção o fato de que a proposta apresentada pelo Legislativo de um orçamento paralelo no qual a União não precise de aprovação para a expansão dos gastos, retira a capacidade de fiscalização do próprio Poder Legislativo, pois através das leis atuais o Governo apenas poderia fazê-lo mediante aprovação do Congresso.

¹¹ https://www.senado.leg.br/atividade/const/con1988/con1988_14.12.2017/art_167_.asp

¹² Para mais detalhes sobre o impacto das reformas neoliberais, aprovadas nos últimos anos, sobre a atividade econômica brasileira, ver a nota de Feijó neste Boletim.

¹³ Em entrevista concedida ao canal de TV fechada Globo News, no dia 02/03.

¹⁴ O programa foi anunciado no dia 22/04/2020, contudo só deve entrar em ação a

partir de outubro e não se tem ainda maiores detalhes de como será executado, por isso, qualquer análise mais detalhada é inviável no presente momento.

15 Grande parte dos governos locais (estadual e municipal) se anteciparam ao Governo Federal e impuseram isolamento das áreas sob suas respectivas responsabilidades. Em respostas a tais atos, e como forma de mostrar sua visão contrária, o Governo apresentou a Medida Provisória 926/2020, a qual delimita quais setores podem ou não funcionar durante a pandemia. No entanto, no STF, foi decidido por unanimidade que o Governo não tem competência para tornar nulas as decisões tomadas por governadores e prefeitos; e na Câmara, a MP recebeu 126 propostas de ementas em apenas 5 dias.

¹⁶ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2020/Mpv/mpv925.htm

¹⁷ http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2020/Mpv/mpv948.htm

¹⁸ Relatório do FMI mostra como é indispensável a utilização de ferramentas fiscais (acompanhadas de políticas monetárias acomodáticas e de salvaguardas financeiras) no combate a COVID-19. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020>



RESPOSTA ECONÔMICA À PANDEMIA DO COVID-19: ANÁLISE DO BALANÇO SETORIAL FINANCEIRO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Leandro Monteiro

Doutorando de Economia da UFF. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

Enquanto o Brasil luta contra os impactos na área da saúde por conta da pandemia do Covid-19, várias discussões já reverberam sobre como o governo deve atuar para recuperar o nível de atividade e empregos no país. No momento em que esta nota foi escrita, há uma leve convergência entre economistas de diversas linhas de pensamento de que a melhor resposta econômica à crise é através do aumento de gastos públicos,

sem preocupação com o déficit fiscal. Inclusive o governo federal, que possui um claro viés liberal, anunciou o programa 'Pró-Brasil' propondo expansão de gastos em infraestrutura.

O objetivo desta nota é descrever brevemente o motivo do aumento dos gastos públicos ser importante para a retomada do crescimento e como este aumento impacta o balanço setorial financeiro do país.

Os impactos da pandemia do Covid-19 serão sentidos em todos os setores da economia. Se as políticas de austeridade fiscal forem mantidas, os 'shutdowns' e as incertezas que vierem junto com o vírus se prolongarão mesmo depois de superado o momento mais crítico do isolamento social e causarão um colapso na demanda e na oferta agregada do país. Este cenário de forte recessão com desemprego irá ocorrer em uma economia que

ainda não apresentava antes da pandemia sinais de recuperação após a recessão de 2015/16.

Argumenta-se aqui que, do ponto de vista dos balanços financeiros, é imprescindível para a recuperação econômica que o setor privado não sofra uma redução em sua liquidez, caso contrário dificilmente a demanda será

reaquecida no pós-crise, fazendo com que o país entre em um platô de estagnação da atividade econômica que pode se caracterizar como uma depressão. É

...é imprescindível para a recuperação econômica que o setor privado não sofra uma redução em sua liquidez, caso contrário dificilmente a demanda será reaquecida no pós-crise, fazendo com que o país entre em um platô de estagnação da atividade econômica que pode se caracterizar como uma depressão.

justamente para se evitar este cenário que se advoga em favor do

aumento do gasto público por parte do governo federal como uma saída importante, possivelmente a única, para a retomada do crescimento.

Modelo '*Stock-Flow Consistent*'.

Uma forma útil de analisar o impacto do gasto público no balanço financeiro dos agentes da economia é através dos modelos '*Stock-Flow Consistent*'. Os modelos desta família apresentam um sistema de balanços contábeis onde todas as transações e ganhos de capital de cada setor/agente institucional da economia são consistentemente registrados.



O conceito básico é dado a partir da identidade contábil, onde todo ativo financeiro possui como contrapartida uma obrigação financeira. Assim, na economia como um todo, em um dado período contábil, o total de renda deve ser igual ao total de gastos e também haverá sempre um agente receptor da renda monetária e outro responsável por realizar o pagamento. Como colocado por Wray (2012), a identidade contábil se resume no fato de que a soma dos balanços financeiros de todos os setores da economia deve ser igual a zero.

Balanco do setor privado doméstico + Balanco do setor público doméstico + Balanco do setor externo = 0

Mudanças no equilíbrio financeiro de um setor não podem ser analisadas isoladamente. Por exemplo, se um país deseja executar um superávit fiscal persistente, o setor externo deverá executar um superávit comercial ainda maior, caso contrário o setor privado nacional apresentará déficits persistentes. Assim, a vantagem de se trabalhar com este método de análise é que ele permite analisar o comportamento dos setores de forma interdependente.

Necessidade de ampliação de gastos: Crise de 2008 x Pós-pandemia Covid-19.

O gráfico 1 apresenta a evolução anual do balanço setorial financeiro da economia brasileira e traz sinais interessantes para o momento atual em comparação com o pós-crise de 2008.

A partir de 2008, a economia brasileira começou a apresentar saldos negativos com o setor externo sem uma expansão do déficit

público (apresentado com sinal positivo no gráfico 1). Na verdade, entre 2010 e 2012 o déficit do setor público sofreu uma redução que, dado a piora no saldo financeiro externo, levou, inevitavelmente, o setor privado a apresentar resultados negativos em seu balanço financeiro naqueles anos.

Gráfico 1 - Balanço Setorial Brasileiro (%PIB) 2000-2019.

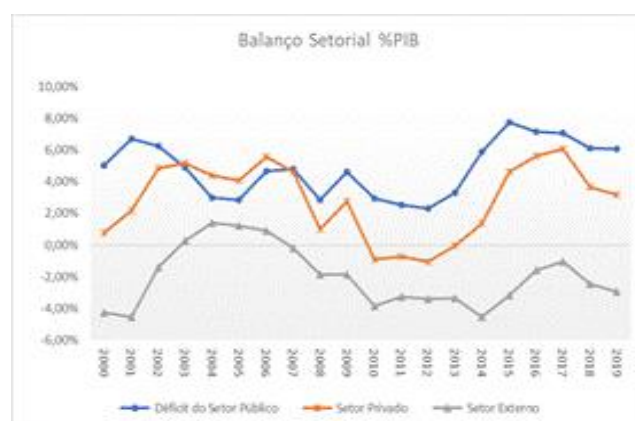
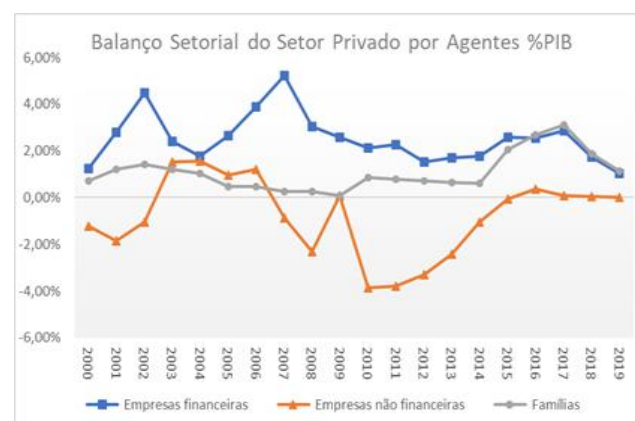


Gráfico 2 - Balanço Setorial do Setor Privado (% PIB) 2000-2019.



Fonte: IBGE com elaboração própria.

Resultados financeiros negativos no setor privado são extremamente nocivos para a economia, pois, como colocado por Minsky (1986), os agentes passam a ter uma grande necessidade de gerar caixa para honrar seus compromissos, à medida em que o peso das dívidas aumenta no seu balanço. Este fato, certamente pode ser interpretado como um



dos motivos para a retração dos investimentos privados a partir de 2013, que levou a recessão econômica nos anos seguintes. O gráfico 2 mostra que o saldo financeiro das empresas não financeiras, que representam mais de 50% do peso dos investimentos totais da economia, não apresenta superávit financeiro relevante desde 2010.

Voltando para os anos recentes e os possíveis impactos da pandemia do Covid-19, nota-se que desde 2018 o Brasil ampliou o seu déficit com o setor externo. Somando isso com as políticas de austeridade fiscal por parte do governo federal, foi inevitável a queda do superávit financeiro do setor privado a partir de 2018.

No momento é possível especular que o impacto da pandemia trará uma redução da demanda agregada global, aumentando, portanto, ainda mais a pressão para uma piora nas contas externas do Brasil. Neste sentido, a tendência observada a partir de 2018 e descrita no parágrafo anterior deverá ser ampliada em 2020 e, possivelmente nos anos seguintes. Dado este cenário, a única maneira do setor privado não sofrer uma redução do seu superávit financeiro (ou mesmo apresentar déficits) é através de um aumento do déficit do setor público.

Adicionalmente, é preciso destacar que a expansão de gastos deve levar liquidez principalmente para as famílias e para as empresas não financeiras. A tabela 1 mostra que no pós-crise de 2008 as empresas não financeiras foram as que mais sofreram aperto financeiro saindo de um superávit médio de 0,56% do PIB entre 2002 e 2007 para um déficit médio de -2,59% do PIB entre 2008 e 2013.

Portanto, não é de se espantar a forte retração do investimento ocorrida a partir de 2014.

Tabela 1 – Balanço Setorial por agentes (Média % PIB)

Setor Institucional Privado	2002-2007	2008-2013
Empresas não financeiras	0,56%	-2,59%
Empresas financeiras	3,41%	2,20%
Famílias	0,80%	0,57%

Fonte: IBGE com elaboração própria.

Conclusões

A presente nota apresentou uma breve análise dos balanços setoriais financeiros dos agentes institucionais da economia brasileira. Comparou-se os resultados setoriais a partir da crise financeira global de 2008 com um possível cenário pós-pandemia do Covid-19, para ressaltar a importância da sustentação de déficits do setor público para mitigar os possíveis déficits no setor privado, tendo em vista que a expectativa é de déficits no setor externo. A conclusão desta nota segue na linha do debate atual, reconhecendo que no momento não é recomendável a aplicação/manutenção de políticas de austeridade fiscal, sob a pena de anular qualquer possibilidade futura de recuperação da economia.

Advoga-se também que a manutenção da política de austeridade fiscal passado o estado de emergência fiscal vigente na pandemia irá ocasionar um novo aperto financeiro no setor privado que inevitavelmente será refletido nas taxas de crescimento dos investimentos. Considerando que o setor privado ainda não reagiu à crise anterior e ainda apresenta baixo investimento, o Brasil estaria preparando



terreno para um longo período de estagnação, caracterizando uma economia em depressão.

Referências

Minsky, H. (1986). *Stabilizing an Unstable*

economy. Yale: Yale University Press.

Wray, L. (2012). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*. Middletown: Palgrave Macmillian.



ANÁLISE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA DAS EMPRESAS NÃO-FINANCEIRAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL NO PERÍODO PRÉ-PANDEMIA (2016-2019): UMA ABORDAGEM MINSKYANA

Eduardo Mantoan

Mestrando de Economia da UFF. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

Vinicius Centeno

Mestrando de Economia da UFF. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

A pandemia do Covid-19 representa um grande choque no funcionamento das economias ao redor do mundo. Por hora, se sabe que para além dos devastadores efeitos sanitários, decorrerá uma profunda crise econômica, atingindo diretamente a economia real e os mercados financeiros. A literatura sobre financeirização aponta que uma economia que apresenta uma predominância de firmas financeiramente frágeis está mais exposta e vulnerável aos choques advindos tanto dos mercados de bens e serviços, como também dos mercados financeiros. Por isso, essa nota toma por base uma amostra com as 51 maiores firmas não-financeiras de capital aberto no Brasil para analisar uma medida de fragilidade financeira a partir da taxonomia proposta por Minsky, a fim de obter indicativos que possam contribuir para a discussão a respeito da profundidade dos impactos que serão oriundos do choque provocado pela pandemia na economia brasileira.

Financeirização e instabilidade

O tema da financeirização tem ocupado papel central nos debates econômicos contemporâneos, principalmente após a grande crise financeira de 2008. Segundo van der Zwan (2014), os estudos sobre financeirização visam entender como o

crecente domínio autônomo das finanças globais alterou os fundamentos estruturais do sistema econômico.

Nesse sentido, o aparato teórico desenvolvido por Hyman P. Minsky a respeito do financiamento das firmas e fragilidade financeira oferece um ferramental fundamental para discorrer das relações entre a financeirização a nível da firma e seus impactos macroeconômicos, principalmente no que diz respeito ao investimento produtivo e fragilidade financeira. De maneira geral, a Teoria da Fragilidade Financeira (TIF) é uma teoria que assume que uma economia capitalista cujos sistemas monetário e financeiro possuem grau elevado de sofisticação e complexidade apresenta comportamento cíclico, alternando momentos de expansão e de instabilidade, sendo a última gerada de maneira endógena à economia a partir da fase estável do ciclo.

Minsky e a Teoria da Instabilidade Financeira

Grande inspirador da obra de Minsky, Keynes (1936) identificou que as oscilações no investimento agregado provocam flutuações intrínsecas à dinâmica econômica. Minsky (1981) busca compreender à luz da teoria de Keynes as graves e recorrentes crises



financeiras de sua própria época. Em particular, o trabalho de Hyman Minsky se destaca pelo fato de tratar o comportamento cíclico e instável da economia capitalista a partir da centralidade dos fenômenos monetários e financeiros característicos do funcionamento normal do modo de produção social com sistemas financeiros de diferentes níveis de sofisticação. A instabilidade, portanto, não é considerada uma anomalia do sistema, mas sim o resultado do funcionamento normal das economias capitalistas com sofisticado sistema financeiro.

A Teoria da Instabilidade Financeira proposta por Minsky (1992) parte da teoria de determinação do investimento de Keynes. Ao integrar novos determinantes de caráter financeiro, Minsky produz sua própria teoria do investimento como teoria de decisão de portfólio de ativos considerando as estruturas de passivos e fluxos de caixa esperados do setor produtivo junto ao sistema financeiro. Para isso, o autor vincula o investimento ao financiamento ao considerar a contração de empréstimos na forma de passivos, representando um compromisso negativo no fluxo de caixa futuro da unidade econômica, ao passo que o rendimento obtido a partir dos seus ativos representam uma entrada positiva no fluxo de caixa. As estruturas do balanço contábil e do fluxo de caixa apresentam, entretanto, fluxos de saída certos do lado do passivo enquanto, por outro lado, os fluxos futuros de entrada dizem respeito a rendimentos esperados – que podem vir a ser concretizados ou não.

A partir deste raciocínio, Minsky cria uma taxonomia própria com o objetivo de observar

a fragilidade financeira das firmas, onde o autor identifica três tipos de perfis financeiros a partir da análise dos fluxos de entrada e saída de caixa das empresas:

I. *Hedge finance*: empresas *hedge* são aquelas que os fluxos de caixa esperados dos ativos tendem a superar os fluxos de saída associados aos compromissos de pagamentos assumidos em cada período. Ou seja, o lucro bruto da empresa tende a ser maior que o custo do passivo – amortização e juros. As empresas em situação *hedge*, portanto, só teriam sua condição financeira afetada por um choque negativo no mercado de bens.

II. *Speculative finance*: empresas em posição especulativa são aquelas que os fluxos de entrada de curto prazo são inferiores ao montante dos fluxos de saída, mas ainda assim suficientes para saldar os juros incidentes sobre o principal. Por alimentar expectativas de fluxos de caixa de longo prazo superiores aos fluxos de pagamentos, tendem a rolar o pagamento do principal, contraindo novas dívidas. As empresas em situação especulativa são dependentes não apenas do bom funcionamento do mercado de bens, como também do mercado de crédito.

III. *Ponzi finance*: empresas em posição Ponzi apresentam fluxos de caixa de curto prazo insuficientes para saldar o montante principal e os juros incidentes. As empresas em situação Ponzi se veem obrigadas a vender ativos ou tomar novos empréstimos no curto



prazo para pagar os juros dos empréstimos. Caso a unidade econômica assuma as duas estratégias simultaneamente, há diminuição do seu ativo patrimonial e aumento do estoque da dívida, o que reduz a margem de segurança dos credores (Minsky, 1992). Não resta outra saída, portanto, a não ser refinar seu passivo, o que torna as firmas com perfil Ponzi altamente dependentes das condições de financiamento do mercado financeiro.

A classificação acima é a convencional em análises minskianas. No contexto recente, quando a economia sai de uma recessão (2015-2016) e não retoma o crescimento, a interpretação dos indicadores pode indicar o quão cautelosas as empresas estão.

O caso para as empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil

Seguindo a taxonomia proposta por Minsky, foram analisadas a Petrobras e as 50 maiores empresas não-financeiras de capital aberto no Brasil, a fim de identificar o perfil de fragilidade financeira das mesmas, isto é, o grau de comprometimento financeiro das firmas supracitadas. Os dados foram coletados diretamente dos Demonstrativos de Resultado do Exercício e Demonstrativo de Fluxo de Caixa que constam nas Demonstrações Financeiras e Patrimoniais disponibilizadas nos respectivos websites das companhias.

Proposta Metodológica

Assumimos que as empresas em situação *hedge* são as que apresentaram fluxo de entrada superior ao fluxo de saída, suficiente

para saldar todos os seus compromissos financeiros. As empresas em situação especulativa são as que não apresentaram fluxo de entrada suficiente para a cobertura integral do fluxo de saída, mas suficiente para arcar com a despesa dos juros e encargos. Por fim, a empresa com perfil Ponzi é aquela que não gerou caixa suficiente para o pagamento nem dos juros e tributos nem da amortização do principal. O fluxo de entrada (π) é representado pelo lucro operacional da firma antes do resultado financeiro, ao passo que o fluxo de saída (S) é a soma dos juros e demais despesas financeiras – exceto variações cambiais – (DF), os pagamentos de Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro (T) e a amortização de empréstimos, financiamentos e debêntures (P):

$$\text{Hedge: } \pi \geq S$$

$$\text{Especulativo: } \pi < S, \pi \geq DF + T$$

$$\text{Ponzi: } \pi < S, \pi < DF + T$$

A proxy da fragilidade financeira das empresas foi calculada na forma índice, conforme apresentado abaixo:

$$FF = \frac{\pi - (DF + T)}{P}$$

Se $\pi \geq S$, então $\pi - (DF + T) \geq P$. Logo, se $FF \geq 1$, a empresa apresenta um perfil *hedge*. Se $\pi < S$ e $\pi \geq DF + T$, então $\pi - (DF + T) < P$. Logo, se FF está entre 0 e 1, a empresa apresenta um perfil especulativo. Se $\pi < DF + T$, então $\pi - (DF + T)$ será negativo. Logo, se $FF < 0$, a empresa apresenta um perfil Ponzi:

$$\text{Hedge: } FF \geq 1$$

$$\text{Especulativo: } 0 < FF < 1$$

$$\text{Ponzi: } FF \leq 0$$



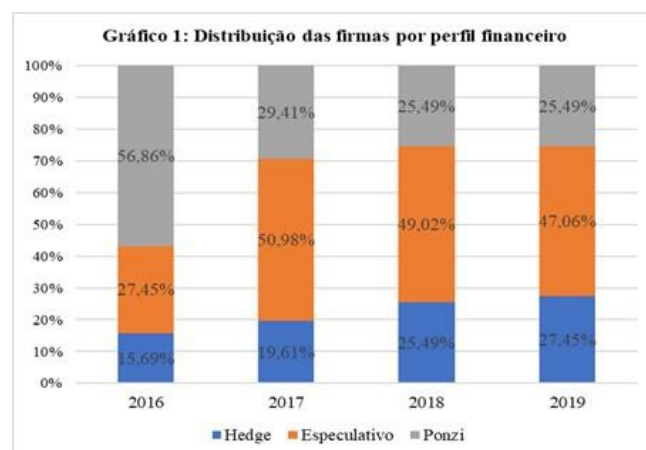
A fim de obter um indicativo da evolução do comprometimento do fluxo de caixa das grandes empresas na economia brasileira no período pré-pandemia do Covid-19, calculou-se a média dos valores do índice FF individual das firmas para os anos selecionados. Nesse caso, qualquer valor abaixo de 1 indica que, no âmbito das empresas observadas, os fluxos de entrada não são suficientes para cobrir os fluxos de saída. Supondo um caso hipotético onde todas as empresas apresentassem perfil hedge, o índice seria igual ou superior à 1. A partir disso, uma interpretação preliminar possível é de que quanto mais perto o índice estiver de 1, menos vulnerável estaria a economia de modo geral. Da mesma forma, quanto mais perto de 0 ou mais negativo o índice estiver, maior seria o risco financeiro do sistema.

Por fim, é imperativo elucidar que as contas utilizadas para o cálculo das proxys visam explorar o grau de comprometimento financeiro do caixa das firmas e identificar em que medida os resultados operacionais das firmas cobriram suas obrigações financeiras no mesmo período. Por outro lado, caso os resultados operacionais não sejam suficientes, a proxy pode sinalizar o grau da dependência das firmas em relação aos seus resultados não-operacionais para cumprir suas obrigações financeiras. É pertinente ressaltar que as variáveis escolhidas representam uma aproximação do modelo proposto pela taxonomia de Minsky. Para o cálculo da proxy, foram utilizadas as rubricas prioritárias dos demonstrativos financeiros e contábeis para sinalizar a dependência das firmas em relação às suas receitas não-operacionais no sentido de cumprir suas obrigações de fluxo de caixa.

Cabe esclarecer que não é considerada no cálculo a totalidade das receitas e despesas existentes nos demonstrativos financeiros das firmas. Logo, a partir das contas utilizadas, não é possível determinar a situação financeira das empresas em sua completude. Posto isso, considera-se que a proxy apresenta alto poder explicativo referente ao “grau de compromisso financeiro” das empresas e o quão dependentes estão das atividades não-operacionais, ou seja, das receitas financeiras.

Resultados

A análise dos dados indica um processo de significativa reestruturação de perfil financeiro das empresas nos anos de 2017 e 2018, após um quadro de 84,31% das empresas observadas com perfil especulativo ou Ponzi em 2016. Nesta perspectiva, o Gráfico 1 identifica a situação de fragilidade financeira das empresas da amostra no período:



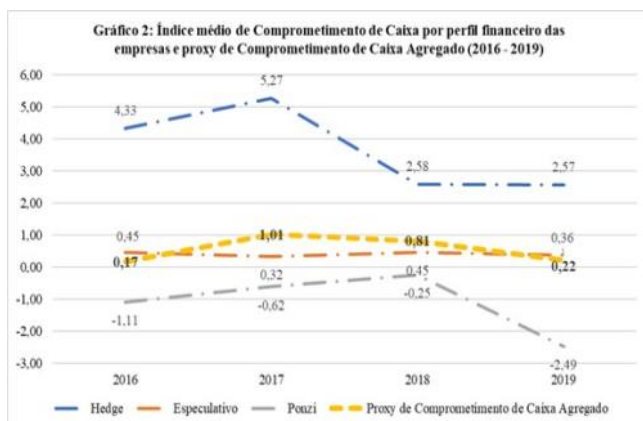
Fonte: Elaboração própria a partir do DFP das empresas.

A melhor posição em relação a fragilidade financeira foi guiada pelo aumento de seus lucros operacionais no período. Esta elevação tornou possível às empresas reestruturarem seus caixas após a crise econômica de 2015-16.



É interessante notar que o índice de fragilidade financeira das empresas (FF) aponta para uma predominância do perfil Ponzi em 2016, quadro que muda a partir de 2017. Observou-se já em 2017, primeiro ano pós-recessão econômica, redução significativa das empresas em situação Ponzi, passando o perfil especulativo a ser majoritário, cenário mantido em 2018.

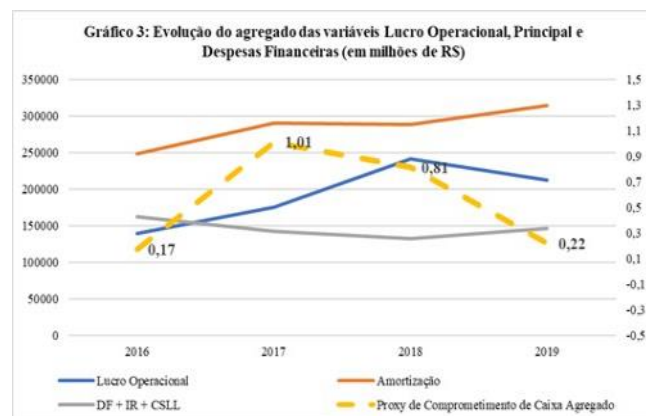
Apesar do número de empresas em situação hedge ter praticamente dobrado entre 2016 e 2019, o que indicaria a redução da fragilidade devido à melhora de posição de parte das empresas, fazendo o cálculo agregado da proxy de FF (comprometimento do fluxo de caixa), observa-se que no ano de 2019 houve um movimento de retorno para maior comprometimento do fluxo de caixa das firmas, conforme ilustra o Gráfico 2 :



Fonte: Elaboração própria a partir do DFP das empresas.

O maior comprometimento no ano de 2019 se deu principalmente pela redução do lucro operacional das firmas em comparação a 2018 e pelo maior pagamento de amortizações da dívida principal, conforme ilustra o Gráfico 3.

Um dado relevante para compreender o movimento observado no ano de 2019 é o de captações de empréstimos e financiamentos, encontrado no demonstrativo de fluxo de caixa das firmas. Em 2019, as captações representa-



Fonte: Elaboração própria a partir do DFP das empresas.

ram cerca de 82% do montante amortizado. A proposta analítica deste trabalho não oferece o ferramental necessário para identificar as causas deste fenômeno, mas algumas hipóteses podem ser relevantes. Tem-se que em 2019 a taxa de juros básica da economia brasileira atingiu patamares mínimos históricos, caindo 2 p.p. e fechando o ano a 4,5%. Por influenciar nas demais taxas de juros do mercado, abriu-se uma oportunidade para as empresas amortizarem suas dívidas de juros altos e trocarem por dívidas com juros mais baixos.

Se, por um lado, o aumento de gastos com amortizações se reflete em um maior comprometimento do caixa do ano corrente, por outro, indica que as empresas estariam melhorando o perfil do endividamento, reduzindo os gastos futuros com juros. Este resultado pode sinalizar um comportamento bastante defensivo das grandes empresas no sentido de reduzir seu endividamento frente a uma expectativa pouco positiva de crescimento da economia brasileira. Ou seja, a partir desses dados, pode-se sugerir que houve uma redução da fragilidade financeira futura, apesar do maior comprometimento de caixa no ano corrente. Passados três anos da recessão,



parece que as empresas se tornam mais conservadoras, o que se reflete na queda dos lucros operacionais e retarda a retomada do crescimento. Futuramente, estas hipóteses devem ser melhor exploradas a partir da expansão da pesquisa.

Considerações finais

A partir dos dados levantados, entende-se que a crise econômica imputada pela pandemia representa um choque em um momento em que o comportamento das grandes empresas indica uma estratégia defensiva e conservadora. Mesmo com a queda dos juros, não há confiança para retomada do investimento, a notar-se o movimento de “limpeza” de dívida observado com o aumento do pagamento de amortizações e o volume de captações em empréstimos e financiamentos em 2019. Os dados apontam, portanto, para um cenário em que o estado de expectativas dos agentes tenha sido restaurado após a recessão de 2015-2016. A escolha por redução dos passivos em detrimento do investimento produtivo, em momento marcado pela austeridade fiscal dos gastos públicos, inviabiliza a retomada do crescimento econômico.

Tendo em vista os impactos severos no setor real da economia decorrentes da pandemia e seus desdobramentos nos mercados financeiros, a economia brasileira será duramente afetada. A fim de amenizar a recessão prevista para 2020 e o encerramento das atividades de inúmeras empresas,

considera-se fundamental a intervenção direta dos órgãos competentes não apenas no mercado de bens, como também no mercado financeiro. Nesse sentido, defende-se a instituição de uma renda básica universal, garantindo o poder de compra da população, além de oferta massiva de capital de giro para as empresas, com condições de baixo ou nenhum custo e de períodos estendidos de carência e de prazos para pagamento. Para o cenário pós-pandemia, entende-se que não há outra saída a não ser o aumento substancial do investimento público no intuito de puxar a retomada do crescimento a partir da reversão do negativo quadro vigente de expectativas.

Notas

¹O critério utilizado para o ranqueamento foi o valor de mercado das companhias.

²Isso vale para valores menores que 1. Se o índice é maior que 1, quanto mais longe, menos vulnerável.

Referências

KEYNES, J. M. The general theory of interest, employment and money. Palgrave Macmillan, 1936.

KEYNES, J. M. The ‘Ex Ante’ theory of the rate of interest, in, The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. 14: The General Theory and After, part 2, Defense and Development (1973), The Royal Economic Society.

MINSKY, H. P. The financial instability



hypothesis: a restatement. 1978. In: H. P. MINSKY. Can “it” happen again? Essays on instability and finance. New York: M.E. Sharpe, ch. 5: 90-116.

MINSKY, H. P. Inflation, Recession, and Economic Policy (Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance) Chapter 3: “The financial Instability Hypothesis: An interpretation of Keynes and an Alternative to Standard Theory”. Armonk: M. E. Sharpe, 1981.

MINSKY, H. P. Stabilizing an unstable economy. New Haven: Yale University Press, 1986.

MINSKY, H. P. The financial instability hypothesis. The Jerome Levy Economics Institute Working Paper no 74, 1992.

ZWAN, N. VAN DER. Making sense of financialization. Socio-Economic Review, v. 12, p. 99–129, 2014.



O PAPEL DO ESTADO COMO GARANTIDOR DE EMPREGO E RENDA DURANTE A PANDEMIA DO NOVO CORONAVÍRUS

Vinicius Brandão

Doutorando de Economia da UFF. Bolsista Faperj 10. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

A crise sanitária, econômica e social gerada pela pandemia do novo Coronavírus desencadeou uma série de debates sobre como mitigar os efeitos econômicos e sociais da doença. A necessidade inadiável da quarentena e distanciamento social tendem a reduzir a demanda da população, conseqüentemente isso gerará um efeito negativo sobre o nível de emprego e de renda, além de reduzir os investimentos, sobretudo privados.

Além dos efeitos internos dessa crise, é importante lembrar que as exportações também serão afetadas, dado que a crise sanitária na imensa maioria dos países deve reduzir a demanda a nível mundial. Portanto, essa variável da demanda agregada também será atingida e foge do horizonte de influência dos governos nacionais e locais. No caso brasileiro, Maliszewska et al (2020) estimam uma redução de quase 5% nas exportações brasileiras decorrentes da crise gerada pelo Coronavírus.

Efeitos sobre emprego e renda

O Brasil, bem como os demais países em desenvolvimento, tende a sofrer com os efeitos negativos gerados pela pandemia do Coronavírus. Em geral, com a necessidade do

distanciamento social aplicado na maior parte dos países de todo o mundo, tende a gerar uma diminuição do consumo, o que acarreta um efeito em cadeia, dado que gera um impacto negativo sobre os lucros dos empresários e invariavelmente ocorrerão demissões de funcionários ou no limite falência de uma parcela das empresas do país.

No caso brasileiro, os riscos gerados por esses efeitos são ainda mais intensos, visto que nos últimos anos, com o aumento do desemprego,

No caso brasileiro, os riscos gerados por esses efeitos são ainda mais intensos, visto que nos últimos anos, com o aumento do desemprego, sobretudo a partir de 2015, houve um crescimento expressivo da informalidade no mercado de trabalho.

sobretudo a partir de 2015, houve um crescimento expressivo da informalidade no mercado de trabalho. Segundo a PNAD (Pesquisa Nacional de Amostra por Domicílio) do IBGE para o 4º trimestre de 2019, os empregos informais

correspondem 41,1% da população ocupada, a maior taxa dos últimos quatro anos.

Esse movimento de precarização dos postos de trabalho é ampliado pela expansão do trabalho sob demanda, o qual ficou conhecido como “Uberização”. Esse aumento é exemplificado justamente pelo aumento de pessoas ocupadas em vagas de trabalho intermitente ou em tempo parcial. Segundo Relatório de fevereiro de 2020 do Instituto Fiscal Independente (IFI) do Senado, o número desse tipo de vaga de trabalho correspondeu em média a 18% do saldo das vagas de trabalho geradas em 2019.



Dessa forma, além do problema do desemprego, os trabalhadores que estão no setor informal que perderem seus postos de trabalho ou acabarem por ter uma redução da renda auferida estarão desamparados das garantias presentes em um emprego formal, como FGTS, multa por rescisão contratual e seguro-desemprego.

Antes mesmo da deflagração da pandemia, o Brasil já apresentava um alto índice de desemprego, a pesquisa PNAD para o 4º trimestre apresentava desemprego de 11,9%, o que corresponde a um total de 12,6 milhões de pessoas desocupadas. A tendência é que com a queda na demanda local e mundial, o número de pessoas desempregadas sofra um aumento expressivo no decorrer dessa crise. Segundo estimativa de Miranda et al (2020), a taxa de desemprego pode até mesmo dobrar após o fim do distanciamento social.

Nesse contexto, a necessidade de intervenção do Estado para manutenção do emprego e renda dos trabalhadores se apresenta ainda mais urgente que em outros momentos. Entretanto, mesmo em um momento singular na história recente da humanidade, a adoção de políticas que visem garantir a renda dos mais necessitados e evitar o fechamento de empresas pelo país encontra a barreira ortodoxa da suposta necessidade de constante austeridade fiscal.

Medidas emergenciais adotadas para garantia de emprego e renda

A partir do aumento do número de casos confirmados de Coronavírus no Brasil e do início do distanciamento social na maioria das cidades do país, avançou-se no debate sobre uma ajuda emergencial para as camadas mais

pobres da sociedade, bem como políticas de crédito e incentivos fiscais direcionados à empresas visando reduzir o número de demissões durante esse período.

A primeira proposta oriunda do governo federal apontava para uma renda básica emergencial de R\$ 200,00 (equivalente a 20% de um salário mínimo) para uma parcela da população que incluísse desempregados, beneficiários do bolsa família, Microempreendedores individuais, entre outros. Além dessa proposta, foi debatida a possibilidade de redução da jornada de trabalho dos servidores públicos com redução proporcional do salário.

A partir dessas propostas iniciais, é possível inferir uma tentativa de não abandonar o receituário neoliberal, no qual há a busca incessante pela contração fiscal e geração de superávit primário ou ao menos redução do déficit, mesmo que isso implique impactos sociais negativos na população brasileira. A renda emergencial aprovada é em valor insuficiente para garantia de necessidades mínimas, está demorando para ser implementada, além de haver a tentativa de reduzir a renda dos servidores públicos, o que geraria um efeito negativo ainda maior sobre a demanda mostra a dificuldade em abandonar a cartilha neoliberal.

Foi aprovada pelo Congresso Nacional, projeto de Lei que institui um auxílio de R\$ 600 para a população de baixa renda, bem como de R\$ 1.200 para famílias nas quais, a principal renda familiar seja da mulher e essa tenha filhos. Além disso, foi anunciada linha de crédito subsidiada para pequenas e médias empresas a fim de financiar a folha de pagamento dessas



empresas. Nessa medida, há uma obrigação do empregador em não demitir o funcionário cujo salário está indexado ao empréstimo.

Além dessas propostas, abriu-se a possibilidade para as empresas do setor privado de realizar o afastamento dos seus funcionários sem pagamento de salários, mas abrindo a possibilidade desses trabalhadores recorrerem ao seguro desemprego. Vale ressaltar que nesse caso, os trabalhadores que possuem renda acima do seguro-desemprego tendem a ter uma redução no seu orçamento.

Insuficiência das medidas emergenciais

As políticas aplicadas no nível nacional, apesar de serem um primeiro passo importante para mitigar os efeitos gerados por essa crise, são insuficientes frente ao desafio que o país enfrentará durante a restrição à mobilidade. Além do auxílio emergencial abarcar uma parcela insuficiente da população, é uma renda ainda baixa frente às necessidades cotidianas da população brasileira.

Nesse contexto, a necessidade de uma inflexão na política econômica adotada nos últimos anos faz-se ainda mais necessária. Os efeitos positivos das políticas anticíclicas foram apresentados por Keynes a partir da década de 1930 e vem sendo debatido desde então. Diversos estudos como em Ocampo (2011) dissertam sobre a necessidade desse tipo de política em períodos de crise, sobretudo em países em desenvolvimento. O sucesso desse tipo de política, pode ser verificado inclusive no caso brasileiro durante a crise econômica de 2008 (DE PAULA et al, 2015).

Dessa forma, a atuação do governo central em prol da manutenção da renda dos

trabalhadores deve ser ainda mais incisiva. A redução da renda dos trabalhadores gerará um impacto negativo em cadeia, o qual além de reduzir o poder de compra e consequentemente poder gerar agravamento dos problemas sociais no Brasil, irá ocasionar uma redução ainda maior do PIB brasileiro. A manutenção da renda dos trabalhadores tende a diminuir o efeito em cadeia que a queda na demanda pode gerar dentro de uma economia.

Além disso, a manutenção da renda dos trabalhadores no nível mais próximo da renda atual tende a colaborar para uma retomada mais rápida após o período mais grave da pandemia. Dado que em caso de manutenção da renda e de manutenção de empregos, há uma facilidade maior em voltar a um padrão de consumo e produção que permita uma recuperação econômica no período seguinte.

Dessa forma, o endividamento do Estado nesse caso não é um problema e sim uma necessidade. O baixo crescimento do PIB tende a ter um efeito ainda maior para a dívida pública brasileira, dado que quanto menor o PIB maior é o peso da dívida quando analisada a relação dívida pública/PIB. Dessa forma, o efeito da política fiscal expansionista nesse momento, além de colaborar para a realidade social das camadas mais pobres, iria mitigar os efeitos negativos que essa crise irá gerar sobre as contas públicas nacionais quando a economia retomar seu curso normal.

Importância da atuação dos governos locais

Não há dúvidas de que o governo federal dispõe de mais instrumentos para execução de uma política fiscal expansionista que vise a manutenção da renda e do emprego da



população brasileira. Todavia, é necessário salientar a importância que os governos locais possuem, tanto para complementar as políticas implementadas pelo governo central, como também para aplicar políticas específicas que atendam à realidade de cada cidade ou Estado.

Os governos locais, por possuírem uma proximidade física com a população, têm maior capacidade de agir tanto para avaliação de políticas sociais específicas que reduzam os efeitos negativos da crise, como também são capazes de direcionar políticas para empresas locais, visando a manutenção da renda e do emprego na cidade ou no Estado.

Nesse sentido, vale ressaltar as Prefeituras das cidades de Niterói e Maricá na região metropolitana do Rio de Janeiro, as quais adotaram medidas visando tanto a manutenção da renda dos trabalhadores quanto políticas direcionadas aos pequenos e médios empresários antes mesmo da aprovação do auxílio emergencial pelo governo federal. Dessa forma, essas localidades aliaram uma política pública ao auxílio federal para contribuir para um combate mais efetivo contra os efeitos da crise.

Necessidade de abandonar o discurso neoliberal

As políticas econômicas adotadas desde 1999 no Brasil foram desenhadas visando a manutenção do chamado tripé macroeconômico, sobretudo a geração do superávit primário. O tripé macroeconômico foi mantido mesmo frente à crise econômica vivenciada desde 2015. Nesse momento de iminência de enormes efeitos negativos em aspecto econômico e social no país devido à crise do Covid-19, as autoridades econômicas

hesitam em aplicar uma garantia de renda à população do país, que foi obtida graças ao Congresso Nacional.

A hesitação em adotar medidas de sustentação de emprego e renda têm impacto negativo sobre a adesão às medidas necessárias de isolamento social. Apesar do risco de contaminação por uma doença cujos efeitos ainda não são totalmente conhecidos, a população desempregada e sem renda não adere completamente ao distanciamento social. Isso ocorre, sobretudo, porque não há confiança da população no Estado enquanto garantidor último de renda e condições mínimas de sobrevivência para a população. A manutenção do discurso conservador em âmbito político e econômico tende inclusive a prolongar o período necessário de distanciamento social no país, o que pode ir gerar efeitos ainda piores para o ritmo da economia nacional.

O discurso e as práticas neoliberais, em plena crise da pandemia, são totalmente inadequados e estão na contramão da experiência internacional. Neste momento deveria prevalecer medidas visando a redução dos danos à saúde da população brasileira, gerados pela pandemia do novo Coronavírus o que passa pela adoção de políticas de gasto público, as quais incluem sobretudo políticas que visem a manutenção do emprego e da renda.

Referências

DE PAULA, L.F.; MODENESI, A.; PIRES, M. The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: a case of (Keynesian) policy coordination? *Journal of Post Keynesian*



Economics, 37:3, 2015.

MALISZEWSKA, M.; MATOO, A.;
MENSBRUGGHE, D. The Potential Impact of
COVID-19 on GDP and Trade: A Preliminary
Assessment. World Bank Policy Researcher
Working Paper nº 9211, 2020.

MIRANDA, L.; PINTO, V.; MARTINS, T.;
PERUCHETTI, P. Novos cenários para a

evolução da atividade econômica brasileira em
2020. Disponível em: [https://blogdoibre.fgv.br/
posts/novos-cenarios-para-evolucao-da-
atividade-economica-brasileira-em-2020](https://blogdoibre.fgv.br/posts/novos-cenarios-para-evolucao-da-atividade-economica-brasileira-em-2020),
2020.

OCAMPO, J.A.; Macroeconomy for
development: countercyclical policies and
production sector transformation. Cepal
Review nº 104, 2011.



O SERVIÇO DE SAÚDE EM TEMPOS DE PANDEMIA: OS IMPACTOS DA POLÍTICA DE AUSTERIDADE SOBRE O SETOR

Linnit Pessoa

-Mestranda de Economia da UFF. Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

A crise econômica provocada pela pandemia do Covid-19 encontra a economia brasileira ainda em processo de lenta recuperação da crise de 2015-2016. A lenta recuperação pode ser atribuída, em grande parte, às políticas de austeridade fiscal que vêm sendo adotadas desde 2015. Esta nota irá explorar os reflexos que a adoção de uma agenda de políticas de austeridade teve sobre o serviço de saúde, com foco nos gastos do governo. Para isso, a nota está dividida em quatro partes: iniciaremos apresentando informações acerca da despesa com bens e serviços de saúde das famílias e do governo. Em seguida, discutiremos a oferta de bens e serviços de saúde e a dependência de importações. Posteriormente, teremos a discussão sobre impacto da EC 55/2016 sobre o financiamento do setor de saúde para, enfim, concluir a necessidade de revisão da agenda de políticas de austeridade nas considerações finais.

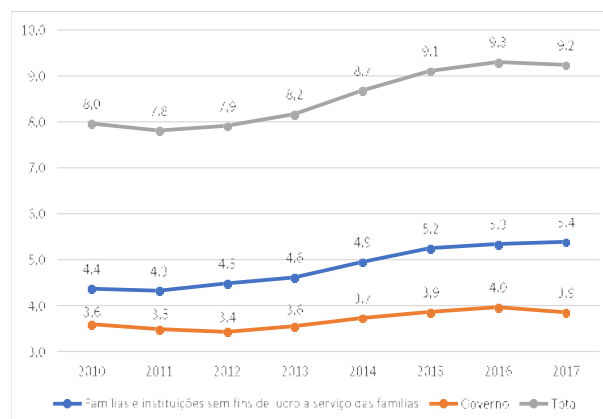
O serviço de saúde

Apesar da Constituição Federal de 1988 determinar que “a saúde é direito de todos e dever do Estado, garantido mediante políticas sociais e econômicas que visem à redução do risco de doença e de outros agravos e ao acesso universal e igualitário às ações e serviços para sua promoção, proteção e recuperação” (Brasil, 1988), a procura por alternativas de assistências à saúde fornecidas pelo setor privado é crescente. A agenda de políticas de austeridade adotada nos últimos

anos intensifica essa procura, pois implica limitações aos gastos do governo no provimento de bens de consumo coletivo.

De acordo com a pesquisa especial realizada pelo IBGE sobre o perfil e evolução do setor de saúde, a despesa com consumo final de bens e serviços de saúde (famílias e governo) aumentou de 8,0% do PIB em 2010 para 9,2% do PIB em 2017. Como ilustrado no gráfico 1, o crescimento da despesa das famílias foi mais significativo que o do governo: enquanto as famílias e as ISFL¹ aumentaram suas despesas com bens e serviços de saúde de 4,4% do PIB em 2010 para 5,4% em 2017, o governo passou de 3,6% para 3,9%, respectivamente.

Gráfico 1: Indicadores Brasil – Despesas com consumo final de bens e serviços de saúde como percentual do PIB, segundo setores institucionais, 2010-2017.



Fonte: Conta-satélite de saúde (IBGE), elaboração própria.

A conta-satélite de saúde, pesquisa realizada pelo IBGE (2019), mostra que em 2010 o consumo final de bens e serviços de saúde das



famílias (inclui serviços privados e públicos) correspondeu a 4,3% do PIB, passando para 5,3% em 2017. Esse aumento de 1,0 p.p. foi resultado da crescente procura por bens e serviços de saúde privada – que passou de 2,5% de 2010 para 3,5% do PIB em 2017. Retrocedendo para o início dos anos 2000, de acordo com a pesquisa de orçamento familiar (POF), o peso com despesas de saúde (assistência à saúde e plano/seguro saúde) no orçamento familiar passou de 7,2% para 8,6% de 2002-2003 a 2017-2018, confirmando a tendência a uma crescente mercantilização dos serviços de saúde no país.

De 2010 a 2017, a despesa final do governo com bens e serviços de saúde aumentou tanto na saúde pública, onde oferta diretamente os serviços, quanto na privada, onde compra os serviços para prestar à população. A pesquisa especial de saúde mostra que em 2010 o consumo final do governo com saúde pública foi de 2,7% do PIB, passando para 3,1% em 2017. O consumo final de saúde privada do governo também apresentou um pequeno aumento, passando de 0,6% em 2010 para 0,7% do PIB em 2017. Apesar do Brasil ter um dispêndio total (público e privado) em saúde

próximo ao de demais países da OCDE que também possuem sistema universal de saúde, o gasto público brasileiro no financiamento do sistema é bastante inferior, justificando a crescente procura das famílias por serviços de saúde privados². De fato, considerando as cifras do consumo das famílias e do governo com saúde a preços de 2017³ temos que o consumo final de saúde privada das famílias passou de R\$ 155,4 bilhões em 2010 para R\$ 231,1 bilhões em 2017, ou seja, um crescimento real acumulado de 48,7%. Considerando o consumo do governo com bens e serviços de saúde (pública e privada) este crescimento foi de 16,4%.⁴

Analisando a evolução das despesas com saúde em relação ao total das despesas de consumo das famílias o aumento também foi mais significativo do que em relação ao governo (tabela 1). Os dados da pesquisa satélite do IBGE mostram que a participação das despesas com saúde do governo no consumo final passou de 18,9% para 19,2%, aumentando 0,2 p.p. entre 2010 e 2017. Em relação às famílias, a participação passou de 7,3% para 8,3%, apresentando um aumento de 1,1 p.p. no mesmo período. Considerando a evolução da

Tabela 1: Participações das despesas com saúde no total das despesas de consumo final das famílias e do governo, 2010-2017.

Participações das despesas com saúde no total das despesas de consumo final								
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Participação das despesas com saúde no total das despesas de consumo final do governo	18,9	18,7	18,6	18,9	19,5	19,6	19,5	19,2
Participação das despesas com saúde no total das despesas de consumo final das famílias	7,3	7,2	7,3	7,5	7,8	8,2	8,3	8,3



participação das despesas do governo ano a ano, o patamar mais elevado foi observado em 2015, caindo lentamente nos anos seguintes. A participação das despesas das famílias, por outro lado, apresenta uma trajetória ascendente durante todo o período.

A pesquisa especial de saúde mostra que o principal gasto das famílias com saúde foi referente a serviços de saúde privada, que corresponderam a 66,8% do total das despesas com saúde em 2017. A crescente procura por assistência de planos de saúde privados se verifica em paralelo ao aumento da demanda por serviços públicos. Barros e Piola (2016) observam que, em 2015, 72% da população tinha o acesso a serviços médico hospitalares assegurado exclusivamente pelo sistema público. De fato, considerando a despesa das famílias com saúde como percentual do consumo efetivo⁵ de bens e serviços de saúde, observa-se que este aumentou, passando de 53,5% em 2010 para 56,8% em 2017.

A parcela da população que mais depende do sistema único de saúde (SUS) é de baixa renda ou está em situação de vulnerabilidade econômica. De acordo com a pesquisa nacional de saúde (PNS) do IBGE, realizada em 2013, entre a parcela da população sem instrução ou com ensino fundamental incompleto, que em sua grande parte tem um baixo rendimento mensal, somente 16,4% possuem planos de saúde. Em relação à população com ensino superior completo, 68,8% possuem planos de saúde.

Essa discrepância também fica visível ao analisar as internações realizadas em hospitais do SUS: 80,6% das pessoas sem instrução ou com ensino fundamental incompleto

dependem do SUS para ter acesso a internação em hospitais, frente a 19,7% daqueles que possuem ensino superior completo. Considerando as disparidades regionais, em 2013, 8,0 milhões de pessoas tiveram acesso ao atendimento hospitalar através do SUS, onde as regiões mais pobres registraram as maiores proporções – 76,5% no Nordeste e 73,9% no Norte.

A oferta de bens e serviços de saúde

Para atender ao maior consumo de bens e serviços de saúde, o valor adicionado tanto da saúde pública quanto privada cresceram consideravelmente, com uma participação mais significativa da saúde privada. A preços de 2017, o valor adicionado bruto da saúde pública aumentou de R\$ 107,0 bilhões em 2010 para R\$ 129,8 bilhões em 2017, ou seja, um crescimento acumulado de 21,3%. Na saúde privada, esse valor passou de R\$ 110,6 bilhões em 2010 para R\$ 167,3 bilhões em 2017, com um crescimento acumulado de 51,3%. Em termos de participação no valor adicionado, os serviços de saúde pública passaram de 2,0% do valor adicionado bruto total da economia em 2010 para 2,3% em 2017, enquanto a participação dos serviços de saúde privada passaram de 2,1% para 3,0%, respectivamente – representando o maior aumento de participação do período e explicitando a sobressalência do setor privado sobre o público. (IBGE, 2019)

O atual cenário de pandemia e crise sanitária evidencia o quão dependente das importações o país se encontra, recorrendo ao mercado internacional não somente para equipamentos tecnologicamente sofisticados, mas também para equipamentos de proteção individual,



como luvas e máscaras⁶. Essa dependência fica explícita ao se observar o crescente déficit na balança comercial de produtos de saúde que, de acordo com os dados da conta-satélite de saúde do IBGE, passou de R\$ 13,9 bilhões em 2010 para R\$ 28,6 bilhões em 2017, em valores correntes. A participação das importações na oferta final de bens e serviços de saúde aumentou na grande maioria dos produtos selecionados pela pesquisa, em especial nas preparações farmacêuticas, que pesavam 16,3% em 2010 e passaram para 22,3% em 2017. Em termos de agrupamento de produtos, os farmoquímicos, de maior peso, passaram de 71,2% para 76,4%, respectivamente.

A EC 55/2016 e o financiamento do setor de saúde

As políticas de austeridade fiscal, que passaram a ser implementadas desde 2015, assumem um protagonismo maior em 2016 através da aprovação da EC 55/2016, que impõe um limite que impede o crescimento real dos gastos governamentais por vinte anos. Ao observar as experiências internacionais, Pires (2016) analisa que nenhum país⁷ adotou uma regra fiscal que produza tanto impacto para a administração orçamentária – nem mesmo países que apresentavam condições fiscais piores que o Brasil. Essa agenda de políticas tem impacto sobre o desenvolvimento da indústria de saúde no Brasil, apesar do mercado interno ser muito grande.

Entre os efeitos da EC 55/2016 ao reduzir o espaço de atuação do Estado, se tem a redução do financiamento dos sistemas de saúde

pública, restringindo o raio de assistência à população e acentuando as disparidades sociais existentes. Vieira e Benevides (2016) observam que, além de congelar o financiamento federal do SUS por vinte anos a valores de 2016, a EC desvincula a despesa federal com saúde de percentuais progressivos da receita corrente líquida (RCL), o que limita as possibilidades de financiamento do SUS. Vale lembrar que a estabilização do financiamento público de saúde ocorreu justamente com a vinculação das despesas, através da EC 29/2000, que estabelecia a correção do orçamento federal do SUS pela variação nominal do PIB. A EC 55/2016, por outro lado, além de incorporar a correção somente pela inflação, desconsidera as transformações demográficas.

Essa agenda de políticas [de austeridade fiscal] tem impacto sobre o desenvolvimento da indústria de saúde no Brasil, apesar do mercado interno ser muito grande..

Entre as consequências da desvinculação das despesas, se tem a desobrigação dos governos a alocarem mais recursos no SUS em períodos de crescimento econômico, impactando o já fragilizado financiamento do sistema universal de saúde.

Considerações finais

Como foi possível observar, a política de austeridade fiscal com corte nos gastos públicos traz problemas de financiamento à saúde pública e afeta não somente o acesso aos bens e serviços de direito universal, mas impacta diretamente a renda familiar, em um momento em que o mercado de trabalho ainda não se recuperou da crise econômica recente. A reforma trabalhista de 2017, que alterou a consolidação das leis do trabalho (CLT),



flexibilizou o mercado de trabalho sob o argumento de que a diminuição dos custos com mão-de-obra aumentaria o nível de emprego. Entretanto, à medida que visava retomar a confiança dos empresários, não apresentou o efeito esperado, tendo como resultado principal a flexibilização dos contratos de trabalho e a facilitação das demissões, e não o aquecimento do mercado de trabalho. De acordo com os dados de emprego do IBGE, em 2015, ano de crise econômica, a taxa de desemprego era de 7,9%. Em 2019, além do desemprego atingir o patamar de 11,9%, 41,1% da população ocupada estava em situação de informalidade – maior contingente desde 2016.

Apesar da instabilidade de renda que as situações de desemprego e informalidade implicam, o comprometimento do orçamento familiar com serviços de saúde privada aumentou, evidenciando a falta de seguridade de direitos básicos por parte do Estado. Dessa forma, o reflexo da redução do financiamento do SUS cairá principalmente sobre a parcela da população mais vulnerável, que está mais sujeita às instabilidades do mercado de trabalho, e os estados mais pobres da federação, que têm maior dependência das transferências federais para o financiamento da saúde.

Com efeito, a parcela da população mais vulnerável e de menor renda também está mais suscetível à contaminação pelo Covid-19 e tem maior dificuldade de cumprir o isolamento social, devido à insegurança do mercado de trabalho e à necessidade de exercer sua atividade para garantir renda. Não surpreendentemente, na cidade de São Paulo,

epicentro da epidemia no país, os bairros periféricos lideram o número de mortes confirmadas ou suspeitas de contaminação pelo Covid-19⁸. Em meio a pandemia que atinge todas as parcelas da sociedade, mas afeta mais severamente a população mais vulnerável, se faz necessário que o sistema de saúde público tenha o protagonismo necessário para assistir a toda população.

Na crise da pandemia, o sistema de saúde pública é peça fundamental para superação da crise sanitária e econômica. O momento atual é oportuno para uma revisão do papel do Estado na economia e suas competências. Os fatores supracitados, somados à rigidez das regras fiscais vigentes no Brasil, atrasam e limitam as respostas das políticas econômicas para enfrentar a pandemia, além de ameaçar as possibilidades de recuperação econômica de longo prazo.

A retomada dos investimentos públicos em serviços básicos para assistir à população, gerando emprego, renda e provendo os direitos sociais universais, possibilitarão reaquecer a economia no período posterior ao isolamento social. Investimentos em pesquisa e desenvolvimento se fazem necessários tanto no setor de saúde quanto nos demais setores, onde as inovações tecnológicas podem resultar ganhos de produtividade, beneficiando o desenvolvimento industrial. É fundamental a retomada da agenda de desenvolvimento, que concilie o desenvolvimento econômico e social, e tenha o setor de saúde na centralidade do desenho da política econômica. A saúde, que apresenta uma ligação direta com a redução da pobreza e o crescimento econômico a longo prazo (WHO, 2001), é determinante da



capacidade de trabalho e estudo da população, interferindo diretamente no nível de produtividade do trabalho e de desenvolvimento intelectual – e configurando um dos pilares para o desenvolvimento da sociedade, essencial para o desenvolvimento econômico.

Notas

¹As Instituições sem fins de lucro a serviço das famílias (ISLF) representaram 0,1% do consumo final de bens e serviços de saúde durante todo o período.

²Utilizando os dados disponíveis no World Health Statistics (WHO, 2015) e no IBGE (2015), Barros e Piola (2016, p. 112 e 113) observam que, em 2012, o dispêndio total (público e privado) em saúde do Brasil (8% do PIB) era próximo ao da Espanha (9,3%), do Reino Unido (9,3%) e do Canadá (10,9%) – países que também possuem sistemas universais de saúde. Todavia, a participação do gasto público no financiamento do sistema de saúde do Canadá (70,1%), da Espanha (71,1%) e do Reino Unido (84,0%) é bastante superior ao do Brasil (45%), “transformando o Brasil no único país com sistema universal de saúde onde o gasto privado supera o público”.

³Para que a comparação fosse realizada em valores reais, todos os preços de 2010 foram inflacionados a preços de 2017 utilizando o IPCA. O cálculo foi realizado a partir da “Calculadora do cidadão”, disponibilizada pelo Banco Central do Brasil. O índice de correção no período apresentou o valor de 1,58864810.

⁴A preços de 2017, consumo final do governo com saúde pública em 2010 foi de R\$ 167,8

bilhões e com saúde privada foi de R\$ 42,9 bilhões. Em 2017 estes valores foram, respectivamente, de R\$ 201,6 bilhões e R\$ 43,6 bilhões.

⁵De acordo com a pesquisa realizada pelo IBGE, “consumo efetivo” é definido como “despesas de consumo das famílias mais o consumo realizado por transferências sociais em espécie das unidades das administrações públicas ou das instituições sem fins de lucro a serviço das famílias”, ou seja, inclui o que é ofertado pelo setor privado e público.

⁶De acordo com Carlos Gadelha, em entrevista concedida à O Globo, no dia 12 de abril de 2020. <<https://oglobo.globo.com/sociedade/coronavirus/nao-podemos-ter-um-sus-com-tamanho-dependencia-diz-pesquisador-da-fiocruz-em-meio-crise-do-coronavirus-24366231>>

⁷A experiência internacional com limites para o gasto de 26 países foram analisadas: Argentina, Austrália, Botswana, Bulgária, Croácia, Dinamarca, Equador, Finlândia, França, Hungria, Islândia, Japão, Kosovo, Lituânia, Luxemburgo, Mongólia, Namíbia, Holanda, Peru, Polônia, Romênia, Rússia, Espanha, Suécia, Estados Unidos e Eslovênia.

⁸Em um primeiro momento, a contaminação estava relacionada a viagens internacionais e os casos da doença eram concentrados nos bairros nobres. Com a transmissão comunitária, a periferia passou a ser a mais atingida pelo vírus. <<https://agora.folha.uol.com.br/sao-paulo/2020/04/periferia-lidera-numero-de-mortos-por-covid-19-na-cidade-de-sao-paulo.shtml>>.



Referências

- Barros, M. E. D.; Piola, S. F. (2016). O financiamento dos serviços de saúde no Brasil. In: Marques, R. M.; Piola, S. F.; Roa, A. C. Sistema de saúde no Brasil: organização e financiamento. Rio de Janeiro: ABrES; Brasília: Ministério da Saúde; OPAS/OMS no Brasil, 2016, p. 101-138.
- BCB. Calculadora do cidadão. Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/CALCIDADAO/publico/corrigirPorIndice.do?method=corrigirPorIndice>. Acesso em: 11 abr. 2020.
- BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília (DF): Senado, 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/ConstituicaoCompilado.htm. Acesso em: 12 abr. 2020.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Conta-satélite de saúde, Brasil, 2010-2017. Rio de Janeiro: IBGE, 2019.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Pesquisa de orçamentos familiares, Brasil: vários anos. Rio de Janeiro: IBGE, 2019.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Pesquisa nacional de saúde, Brasil, 2013. Rio de Janeiro: IBGE, 2019.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Sistema de Contas Nacionais, Brasil: vários anos. Rio de Janeiro: IBGE, 2019.
- Pires, M. C. C. (2016). Análise da PEC 55. Nota técnica IPEA, Carta de conjuntura nº 33.
- Vieira, F. S.; Benevides, R. P. S. (2016). Os impactos do novo regime fiscal para o financiamento do sistema único de saúde e para a efetivação do direito à saúde no Brasil. Texto para discussão nº 28, IPEA. Brasília, set. 2016.
- WHO. (2001). Macroeconomics and health: investing in health for economic development. Executive Summary, Report of the Commission on Macroeconomics and Health. Geneva: World Health Organization, 2001.



IMPACTOS NOS PREÇOS DE PRODUTOS DERIVADOS DE PETRÓLEO, NA CADEIA SUCROALCOOLEIRA E NO AGRAVO DA CRISE FISCAL DOS ESTADOS PELA DEPRECIÇÃO DO REAL E DA DEFLAÇÃO NO MERCADO MUNDIAL DE PETRÓLEO CAUSADA PELO COVID-19

Luciano Luiz Manarin D'Agostini

Professor de economia do Instituto Federal do Paraná (IFPR). Membro do Grupo de Pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento (Finde/UFF)

ÍNDICE

Nos mandatos da ex-presidenta Dilma Rousseff, de 2011-2016, houve a discussão econômica sobre a questão do represamento versus a flexibilização de preços dos combustíveis e derivados de petróleo no Brasil¹, entre outros preços administrados. Em 2016, o ex-presidente Michael Temer mudou a política de preços dos combustíveis praticada pela Petrobrás, das refinarias às distribuidoras. Sob o comando do então presidente da Petrobrás, Pedro Parente, definiu-se que o preço dos combustíveis no Brasil seria flexibilizado e relacionado pela cotação internacional do barril de petróleo, tipo *Brent*, este cotado em Dólar.

Na prática, mudanças nos preços dos combustíveis (gasolina, querosene, diesel, entre outros refinados), das refinarias às distribuidoras, teriam duas variáveis: o preço do barril no mercado internacional e a cotação do Real perante o Dólar². Em paralelo, com o interesse do governo em aumentar a arrecadação federal, Michael Temer, assinou o decreto n° 9101, em 20 de julho de 2017, aumentando as alíquotas de PIS e Cofins sobre combustíveis. E ainda os estados³ cobram alíquotas de ICMS diferenciadas nos produtos de petróleo e derivados.

Neste sentido, o resultado do repasse para o consumidor final é dado pela variação do dólar, do preço do barril e das alíquotas. Então, dada a alíquota e/ou montante fixada por lei, seja

estadual ou federal, existem diversas combinações do preço do Dólar e do preço do barril do petróleo, num determinado instante do tempo, que alteram o preço dos combustíveis no Brasil, a saber: (i) depreciação do Real com aumento do preço do barril; (ii) depreciação do Real sem mudança do preço do barril; (iii) depreciação do Real com queda do preço do barril; (iv) apreciação do Real com aumento do preço do barril; (v) apreciação do Real sem mudança do preço do barril; (vi) apreciação do Real com queda do preço do barril; (vii) sem mudanças no preço do Dólar e no barril.

Importante notar que a Petrobrás tem monopólio⁴ no refino dos combustíveis⁵. Nas bombas dos postos de gasolina, o preço é livremente definido, porém há forte correlação positiva entre os preços finais das bombas e o repasse que a Petrobrás faz das refinarias às distribuidoras, e das distribuidoras aos postos de combustíveis, com uma certa defasagem de repasse de preços ao consumidor final. Neste sentido, há um controle “informal” nas bombas de postos de gasolina, mesmo que exista a política de flexibilização de preços, de acordo com o mercado mundial de petróleo. Portanto, o preço da Petrobrás, de produtos derivados refinados de petróleo, continua sendo um importante balizador do mercado, uma vez que toda a cadeia envolvida possui, cada uma, uma margem de lucro média para operação, após a incidência de impostos e custos operacionais.



No momento da implantação da “regra Temer” dos preços dos combustíveis, os preços internacionais do barril do petróleo subiram. De outubro de 2016 a dezembro de 2019, o barril de petróleo tipo *Brent* subiu de US\$ 49,52 para US\$ 67,31. Em termos quantitativos, o barril tipo *Brent* subiu em torno de 36%. Em paralelo, o Real teve uma expressiva depreciação, de 33%, passando de cerca de R\$ 3,00 em outubro de 2016 para R\$ 4,01 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2019. Assim, de 2016 a 2019, a combinação de aumento do preço do barril do petróleo e depreciação cambial, formou uma combinação perversa para o preço da gasolina tipo A, que vem das refinarias, e para o consumidor final da gasolina tipo C, vendida nos postos de combustíveis, assim como para o diesel. Sem dúvidas, entre 2016 a 2019, a Petrobrás beneficiou-se com esta dupla combinação de preços da *commodity* e da paridade da moeda, vis à vis, com a moeda internacional, inclusive recuperando o valor de mercado, após a grande perda de valor causada pela operação Lava-Jato.

Por outro lado, o consumidor final pagou a conta, e o aumento contínuo dos combustíveis causou comportamentos importantes no Brasil, como o episódio conhecido como greve dos caminhoneiros ou crise do Diesel⁶ (de 21/05/2018 a 30/05/2018), inclusive com impactos no crescimento, aumento da inflação no período, uma perda de popularidade de alguns políticos e mudanças no comando da Petrobrás. E ainda, o efeito colateral da greve, no campo fiscal, foi a redução de 10% do preço do diesel e a alteração na subvenção econômica à comercialização de óleo diesel rodoviário, através da Lei nº 13.723, de 2018.

Quando a Petrobras implantou oficialmente a nova regra “Temer” da política de preços, em outubro de 2016, os preços⁷ da gasolina comum tipo C, nos postos de combustíveis, custavam R\$ 3,65, com desvio padrão de 0,233, e os preços do diesel custavam R\$ 3,01, com desvio padrão de 0,173. Ao final de 2019, os preços da gasolina comum, tipo C, custavam na média R\$ 4,56⁸, com desvio padrão de 0,282, e os preços do diesel custavam na média R\$ 3,78⁹, com desvio padrão de 0,211. Neste período, na média, o preço da gasolina subiu 24,93% e o diesel, 25,58%. Estes foram os resultados entre 2016 a 2019, causados pelas variações do barril do petróleo, da taxa de câmbio e das alíquotas de impostos, algumas alteradas no período.

Em 2020, a pandemia do COVID-19, com as quarentenas anunciadas por diversos estados do Brasil, causou um colapso na demanda por combustíveis pelas distribuidoras. Segundo Costa (2020), o ministro de Minas e Energia, Bento Albuquerque, afirma que “...*encomendas para abril caíram em 86% para querosene de aviação, em 60% para gasolina e 50% para o diesel*”.

A recente conjuntura de crise econômica provocada pela pandemia do COVID-19, causou um colapso nos preços do barril de petróleo no mercado internacional e uma preferência pela liquidez, esta balizada e concentrada em Dólar, além de outras moedas de países não periféricos. Em especial, o Real sofreu depreciação significativa perante o Dólar no primeiro trimestre de 2020, mesmo com intervenções no mercado de câmbio pelo Banco Central do Brasil, para prover liquidez, através de políticas de venda de parte das reservas cambiais, leilões no mercado à vista,



leilões em linha, operações compromissadas em moeda estrangeira e oferecimentos diários de contratos de *swap* cambial¹⁰.

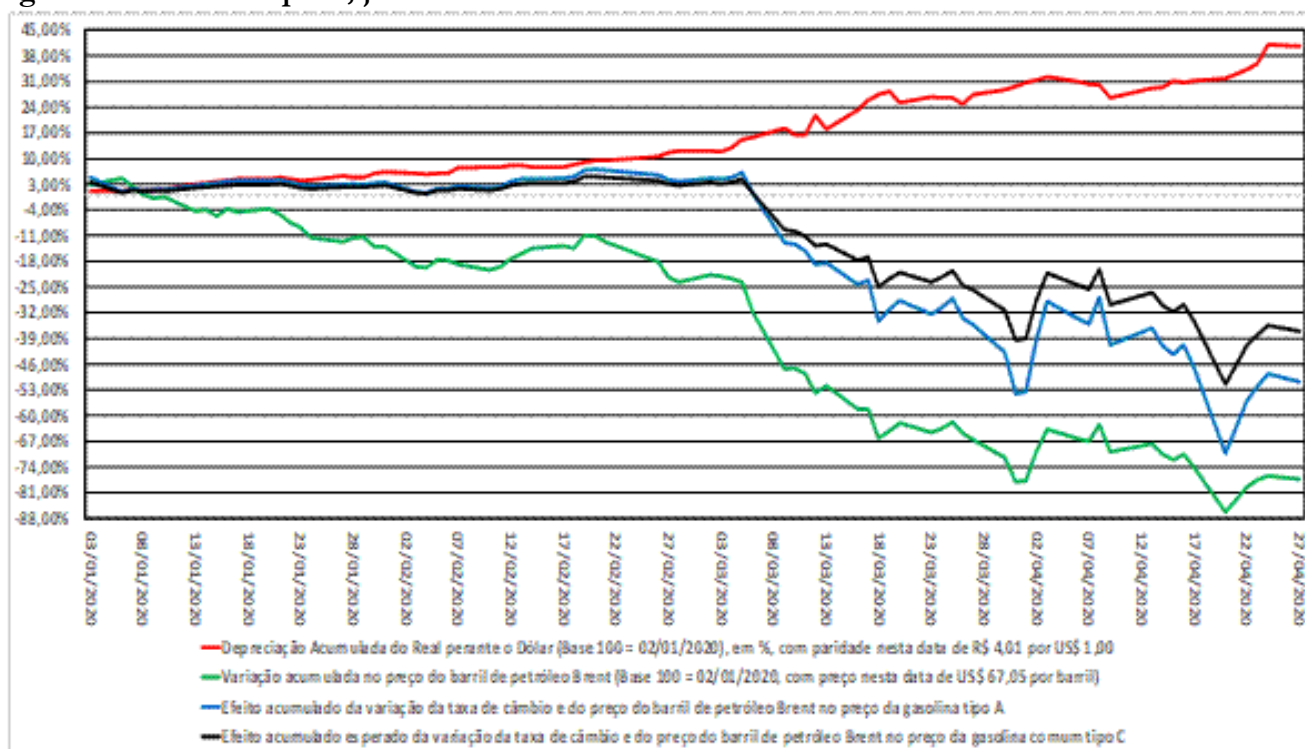
Diante deste cenário, faremos algumas observações sobre os impactos (i) da depreciação do Real perante o Dólar e a hiper deflação do barril de petróleo no preço da gasolina tipo A e C; (ii) impactos na indústria sucroalcooleira, produtora de etanol e outros derivados de biocombustíveis, que é afetada pela mudança dos preços dos combustíveis fósseis e; (iii) no agravamento da crise fiscal dos Estados, pela queda de receita advinda da arrecadação de impostos/alíquotas incidentes no setor de combustíveis fósseis e biocombustíveis, dado pela dupla queda do preço e demanda pelos diversos tipos de energia.

Para elucidar as observações que faremos a respeito dos itens (i), (ii) e (iii) do parágrafo

anterior, coletamos observações dos preços diários do barril de petróleo *Brent* e da taxa de câmbio nominal, R\$/US\$, entre 01 de janeiro de 2020 a 27 de abril de 2020. Com estas observações, apresentamos na Figura 1: (i) a evolução da variação acumulada do preço do barril do petróleo *Brent* no mercado mundial; (ii) a variação acumulada da cotação da taxa de câmbio Real por Dólar; (iii) o cálculo da variação acumulada predita para a gasolina comum, tipo A, que vem diretamente do refino do petróleo e; (iv) o cálculo da variação acumulada esperada para a gasolina comum, tipo C, nos postos de combustíveis, esta que em 2020, tem uma mistura de 73% de gasolina refinada tipo A e 27% de etanol anidro¹¹.

Com a pandemia do COVID 19, existe uma nova combinação dos fatores que afetam o preço dos combustíveis no Brasil: o barril de petróleo *Brent* colapsou no mercado internacional e o

Figura 1 – Variações acumuladas do preço do barril do petróleo *Brent*, da taxa de câmbio R\$/US\$ e variação esperada pelo impacto do preço do barril do petróleo e taxa de câmbio na gasolina comum Tipo C, janeiro a abril de 2020.



Fontes: Banco Central do Brasil, Administração de Informações sobre Energia dos EUA e cálculos do autor.



Real continuou o movimento de depreciação perante o Dólar. A variação acumulada de preço do barril do petróleo *Brent*, entre 01 janeiro a 27 de abril de 2020, foi de -78%, enquanto a depreciação do Real perante o Dólar, no mesmo período, foi de 42%. No balanço das variações, o efeito acumulado preditado da variação do preço da gasolina tipo A é de -50,73% e o valor esperado da variação acumulada do preço da gasolina comum tipo C é de -37,03%.

Tomando-se como base os preços médios da gasolina comum tipo C e diesel em 01 de janeiro de 2020, respectivamente de R\$ 4,56 e R\$ 3,78, deveremos esperar a deflação nestes produtos, nos postos de combustíveis, em um nível médio de preços de R\$ 3,05 na gasolina e R\$ 2,53 no diesel. No entanto, o que vemos é uma queda de preços para o consumidor final, mas não na mesma magnitude.

Segundo levantamento da Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP), em meados de abril¹², os preços médios da gasolina tipo C estão R\$ 4,298, com desvio-padrão de 0,322, e do diesel R\$ 3,43, com desvio padrão de 0,269. Em termos quantitativos, comparados aos preços de 01 de janeiro de 2020, as variações acumuladas de preços da gasolina comum tipo C e do diesel, na média foram respectivamente de 5,74% e 9,26%.

Para efeitos de comparação, o preço da gasolina tipo C, na distribuidora, em 01 de janeiro de 2020 estava custando R\$ 4,12 com desvio padrão de 0,233, preço mínimo de R\$ 3,54 e preço máximo de R\$ 4,79. Em meados

de abril, o preço da gasolina tipo C, na distribuidora, está custando R\$ 3,78, com desvio padrão de 0,297, preço mínimo de R\$ 2,98 e preço máximo de R\$ 4,67. E para o diesel, na distribuidora, em 01 de janeiro de 2020 estava custando R\$ 3,42 com desvio padrão de 0,156, preço mínimo de R\$ 3,08 e preço máximo de R\$ 4,19. Em meados de abril, o preço do diesel, na distribuidora, está custando R\$ 2,93, com desvio padrão de 0,19, preço mínimo de R\$ 2,56 e preço máximo de R\$ 3,67.

Com a pandemia do COVID 19, existe uma nova combinação dos fatores que afetam o preço dos combustíveis no Brasil: o barril de petróleo Brent colapsou no mercado internacional ...

Em termos quantitativos, quando comparamos os preços médios do mês de abril, com os preços de 01 de janeiro de 2020, as variações acumuladas de preços da gasolina comum tipo C e do diesel, na distribuidora, na média foram respectivamente de 8,29 % e 14,33%. Portanto, por hora, não se observa o mesmo repasse da variação dos preços nas distribuidoras para o consumidor final.

Com as condições acima descritas, outros pontos importantes precisam ser notados, e que podem ser temas para um estudo mais aprofundado.

O primeiro deles é observar a arrecadação federal e estadual sobre petróleo e combustíveis derivados. Certamente a arrecadação federal e estadual diminuirão muito nos próximos períodos, dado a recente queda nos preços dos combustíveis e a brutal queda de demanda interna, causada pela crise sanitária do COVID-19. Em especial, a queda de arrecadação estadual, dado pelo Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS),



advindo do petróleo, pressionará ainda mais o campo político, porque aprofundará a situação fiscal crítica dos Estados.

O segundo deles é destacar que o setor sucroalcooleiro possivelmente sofrerá interrupção nos investimentos, queda de produtividade e de competitividade com o setor petrolífero, uma vez que a distância entre o preço do etanol hidratado e da gasolina diminuíram em 2020, dada a depreciação do Real perante o Dólar e o choque negativo do petróleo. A queda nas receitas dos dois setores, fóssil e de biocombustíveis, pela queda do faturamento e perda de mercado, deve impactar em cheio o capital de giro de parte significativa das empresas do setor sucroalcooleiro podendo levar a incapacidade de honrar compromissos no curto prazo. Com a queda de demanda e menor competitividade com respeito aos combustíveis derivados do petróleo, como a gasolina, empresas do setor sucroalcooleiro terão receitas abaixo de linha de custo, mantendo os preços do etanol nos atuais níveis, e operarão em prejuízo nos próximos períodos e possivelmente empresas do setor encerrarão atividades. Parte do tecido produtivo do setor poderão ser destruídos, assim como postos de trabalho.

Terceiro, aos atuais preços dos combustíveis para o consumidor final, agora em torno de 35% menores que no início de 2020, e com a queda de demanda em torno de 50% a 70%, mantendo-se os custos fixos da operação de venda, uma parte significativa dos postos de gasolina poderão encerrar as atividades e, também, postos de trabalhos serão destruídos.

Por fim, estavam previstos novos leilões de bacias de hidrocarbonetos no Brasil durante os

próximos meses. E estes leilões de bacias petrolíferas acabarão sendo afetados porque, os primeiros leilões, ainda em 2019, foram um fracasso mesmo em ambiente onde a economia mundial ainda não estava colapsada e o preço internacional do petróleo estava em níveis elevados. E os futuros leilões em 2020 e 2021, se o governo levar à frente, o valor do arremate deverá ser mais baixo do que o governo prevê.

Notas

¹Ver Azevedo-Serigati (2015), Barrionuevo (2015), Almeida et al (2015) e ANP (2016).

²Na formação do preço final dos combustíveis, soma-se também os impostos federais (PIS/Cofins/Cide) e estaduais (ICMS).

³De acordo com a Federação Nacional do Comércio de Combustíveis e de Lubrificantes (2020), as alíquotas de ICMS variam na gasolina de 25% a 34%. A variação da alíquota para o diesel e o etanol são, respectivamente, de 12% a 25% e 12% a 32%.

⁴A Lei Federal 9.478/97 (Lei do Petróleo) flexibilizou o monopólio do setor petróleo e gás natural, até então exercido pela Petrobras, tornando aberto o mercado de combustíveis no país. E desde janeiro de 2002 as importações de gasolina foram liberadas e o preço passou a ser definido pelo próprio mercado. No entanto, Mendes et al (2018), comentam que no Brasil, em 2017, existiam 18 refinarias, sendo 14 pertencentes a Petrobrás. E que as 4 refinarias que não pertencem a Petrobrás são de pequeno porte e representavam apenas 1,6% do total da capacidade instalada de refino.

⁵O petróleo bruto, através de processamentos



e refinamentos, transforma-se, por exemplo em óleo diesel, gasolina tipo “A”, óleo combustível, gás liquefeito de petróleo (GLP), querosene de aviação, nafta entre outros. A gasolina do “tipo A” não tem nenhuma adição de etanol.

⁶Os caminhoneiros eram contra os reajustes frequentes nos preços dos combustíveis, principalmente do óleo diesel, e ainda que os preços flexíveis não tinham previsibilidade. Nestas condições, uma das pautas da greve era que a compensação do aumento do preço do diesel fosse contrabalanceado pelo fim da cobrança de pedágio por eixo suspenso e pelo fim e/ou redução do PIS/Cofins sobre o diesel. E como a economia brasileira apresentava-se com baixo crescimento e alto desemprego, a quantidade de fretes foram reduzidos e a classe de caminhoneiros tiveram dificuldades de absorver os aumentos de custos provocado pelo aumento do preço do diesel. Ao fim da greve, o ex-Presidente Michel Temer converteu a Medida Provisória 838/2018 que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica à comercialização de óleo diesel rodoviário na Lei nº 13.723, de 4 de outubro de 2018.

⁷Disponível em: <http://www.anp.gov.br/precos-e-defesa-da-concorrenca/precos/levantamento-de-precos/serie-historica-do-levantamento-de-precos-e-de-margens-de-comercializacao-de-combustiveis>

⁸Gasolina comum com preço mínimo em R\$

3,80 e preço máximo R\$ 5,86 (dependendo da cidade). Disponível em: <http://www.anp.gov.br/precos-e-defesa-da-concorrenca/precos/levantamento-de-precos/serie-historica-do-levantamento-de-precos-e-de-margens-de-comercializacao-de-combustiveis>

⁹Diesel com preço mínimo em R\$ 3,29 e preço máximo em R\$ 4,99 (dependendo da cidade). Disponível em: <http://www.anp.gov.br/precos-e-defesa-da-concorrenca/precos/levantamento-de-precos/serie-historica-do-levantamento-de-precos-e-de-margens-de-comercializacao-de-combustiveis>

¹⁰Detalhes em Osakabe (2020) e Campos Neto (2020).

¹¹Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (2018), através do Despacho nº 671 de 24/05/2028, suspendeu a Portaria do Ministério da Agricultura, Pesca e Abastecimento (MAPA), nº 75, de 5 de março de 2015, que fixava a proporção de 27% de etanol anidro e 73% de gasolina tipo A, para produzir a gasolina comum tipo C. Com o despacho da ANP, a obrigatoriedade de mistura de etanol anidro na gasolina comum tipo C, foi flexibilizada para uma banda de proporção entre 18% e 27%. E no mês de abril, segundo Petrobrás (2020), a composição da gasolina tipo C, ao coletar os preços médios ao consumidor final em 13 capitais e regiões metropolitanas brasileiras, foi de 27% de



etanol anidro e 73% de gasolina tipo A.

¹²Disponível em: <http://www.anp.gov.br/precos-e-defesa-da-concorrenca/precos/levantamento-de-precos/serie-historica-do-levantamento-de-precos-e-de-margens-de-comercializacao-de-combustiveis>

Referências

Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP). 2018. Despacho nº 671. Diário Oficial da União, de 25/05/2018, Ed. nº 100, Seção 1, p.56. Disponível em: <http://www.anp.gov.br/noticias/4497-anp-anuncia-medidas-para-garantir-a-continuidade-do-abastecimento-e-para-inibir-precos-abusivos-dos-combustiveis>

Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis (ANP). 2016 Histórico da liberação dos preços de combustíveis no mercado brasileiro. Disponível em: <http://www.anp.gov.br/precos-e-defesa-da-concorrenca/precos/levantamento-de-precos/historico-da-liberacao-dos-precos-de-combustiveis-no-mercado-brasileiro>

Almeida, Edmar Luis Fagundes De.; Oliveira, Patricia Vargas De.; Losekann, Luciano. Impactos da contenção dos preços de combustíveis no Brasil e opções de mecanismos de precificação. Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3 (140), pp. 475-491, julho-setembro/2015.

Azevedo, Paulo Furquim de, Serigati, Felipe C. Preços administrados e discricionariedade do Executivo. Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3 (140), pp. 510-530, julho-setembro/2015.

Barrionuevo, Arthur. A formação distorcida de preços administrados na experiência brasileira recente. Revista de Economia Política, vol. 35, nº 3 (140), pp. 475-491, julho-setembro/2015.

Campos Neto, Roberto. Medidas de Combate aos Efeitos da Covid-19. Banco Central do Brasil. Apresentação, 23/03/2020. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_RCN_Coletiva%2023.3.2020.pdf

Costa, L. 2020. Petrobras vê forte redução em encomendas de combustíveis para abril. Reuters, 03 de abril de 2020. Disponível em : <https://www.biodieselbr.com/noticias/biocombustivel/negocio/petrobras-ve-forte-reducao-em-encomendas-de-combustiveis-para-abril-030420>

Diário Oficial da União. Decreto nº 9101/2017. Edição de 21/07/2017. p.1. Disponível em: <http://legis.senado.leg.br/norma/17734753>

Diário Oficial da União. Lei Federal nº 13.723/2018. Edição de 05/10/2018, p.2. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/l13723.htm

Diário Oficial da União. Medida Provisória nº 838/2018. Edição Extra, 30/05/2018. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2018/Mpv/mpv838.htm

Federação Nacional do Comércio de Combustíveis e de Lubrificantes (FECOMBUSTÍVEIS). 2020. Tributação de Combustíveis por Estado: referência 01 a 15 de abril de 2020. Apresentação. Disponível em: https://www.galaxcms.com.br/imgs_redactor/3188/files/Carga%20tributaria%20estadual%20-%20ABRIL%202020%20-%20201%20quinzena.pdf

Mendes, A. P. A.; Teixeira, C. A. N.; Rocio, M. A. R.; Prates, H. F. Mercado de Refino de Petróleo no Brasil. BNDES. Set., Rio de Janeiro, v. 24, n. 48, p. 7-44, set. 2018. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/16041>

Osakabe, Marcelo. 2020. Intervenções do Banco Central no câmbio chegam a US\$ 49 bi na



pandemia. Jornal Valor Econômico, 28/04/2020. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/mercados/moedas-e-juros/noticia/2020/04/28/intervencoes-do-bc-no-cambio-chegam-a-us-49-bi-na-pandemia.ghtml>

Petrobrás. (2020). Composição de preços ao consumidor. Publicação Digital. Disponível em: <https://petrobras.com.br/pt/produtos-e-servicos/composicao-de-precos-de-venda-ao-consumidor/gasolina/>



BOLETIM ESPECIAL DO GRUPO FINDE

É uma publicação em edição especial do **grupo de pesquisa em Financeirização e Desenvolvimento** que reúne reflexões acerca dos impactos sociais e econômicos no Brasil implicados pela **Pandemia do Covid-19**. 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:

Carmem Feijó

Professora Titular de Economia da UFF

VICE-COORDENAÇÃO:

Adriano Sampaio

Professor de Economia da UFF

ORGANIZAÇÃO GERAL:

Fernanda Feil

EDITORES:

Carmem Feijó e Adriano Vilela Sampaio

RESPONSÁVEIS PELA EDITORAÇÃO:

Eduardo Mantoan, Vinicius Centeno e Linnit Pessoa

CONTATO DAS AUTORAS E AUTORES

Carmem Feijó

cbfeijo@gmail.com

Adriano Vilela Sampaio

adrianovs@id.uff.br

Marco Flávio da Cunha Resende

resende@cedeplar.ufmg.br

Pedro Lange Neto Machado

pedrolangenm@gmail.com

Luiz Fernando de Paula

luizfpaula@terra.com.br

Mateus Coelho Ferreira

mateuscf25@hotmail.com

Thiago Antonioli

thiagomantonioli@hotmail.com

Eduardo Mantoan

eduardo.mantoan@hotmail.com

Vinicius Centeno

vinicenteno@gmail.com

Linnit Pessoa

linnitpessoa@gmail.com

Vinicius Brandão

v.brandao91@gmail.com

Leandro Monteiro

leandroalmeida@gmail.com

Luciano D'Agostini

lucianodagostini@yahoo.com.br

Maurício Andrade Weiss

mauricio.aw@gmail.com

MAIS INFORMAÇÕES:

findeuff@gmail.com

www.financeirizacaoedesarrollo.uff.br

ENDEREÇO:

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