

Conjuntura, Estrutura e Teoria

O Capitalismo contemporâneo nas análises do CECON
(2017-2021)

Organizadores

Lucas Teixeira

Pedro Paulo Zahluth Bastos

CECON

Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica



Lucas Teixeira
Pedro Paulo Zahluth Bastos
(Organizadores)

CONJUNTURA, ESTRUTURA E TEORIA
- O CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO
NAS ANÁLISES DO CECON (2017-2021)

Coleção Centros e Núcleos

Editora CRV|Unicamp. IE.
Curitiba – Brasil
2021

Copyright © da Editora CRV Ltda.
Editor-chefe: Railson Moura
Diagramação e Capa: Designers da Editora CRV
Revisão: Analista de Escrita e Artes

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
CATALOGAÇÃO NA FONTE
Bibliotecária responsável: Luzenira Alves dos Santos CRB9/1506

C743

Conjuntura, Estrutura e Teoria - O Capitalismo contemporâneo nas análises do CECON (2017-2021) / Lucas Teixeira, Pedro Paulo Zahluth Bastos (organizadores) – Curitiba : CRV | Campinas, SP: Unicamp. IE, 2021.

392 p. (Coleção Centros e Núcleos).

Bibliografia

ISBN Coleção Digital 978-65-251-0958-9

ISBN Volume Digital 978-65-251-0960-2

DOI 10.24824/978652510960.2

1. Economia 2. Economia brasileira 3. Análise de conjuntura 4. Crise econômica 5. Indústria brasileira I. Teixeira, Lucas, org. II. Bastos, Pedro Paulo Zahluth, org. III. Título IV. Coleção Centros e Núcleos.

CDU 33(81)

CDD 330.0981

Índice para catálogo sistemático

1. Economia – 330

ESTA OBRA TAMBÉM SE ENCONTRA DISPONÍVEL
EM FORMATO DIGITAL.
CONHEÇA E BAIXE NOSSO APLICATIVO!



2021

Foi feito o depósito legal conf. Lei 10.994 de 14/12/2004

Proibida a reprodução parcial ou total desta obra sem autorização da Editora CRV

Todos os direitos desta edição reservados pela: Editora CRV

Tel.: (41) 3039-6418 - E-mail: sac@editoracrv.com.br

Conheça os nossos lançamentos: www.editoracrv.com.br

Conselho Editorial: Comitê Científico:

Aldira Guimarães Duarte Domínguez (UNB)	Ana Maria Ferreira Menezes (UNEB)
Andréia da Silva Quintanilha Sousa (UNIR/UFRN)	Ana Monteiro Costa (UPE)
Anselmo Alencar Colares (UFOPA)	Anderson Catapan (UTFPR)
Antônio Pereira Gaio Júnior (UFRRJ)	André Nunes (UnB)
Carlos Alberto Vilar Estêvão (UMINHO – PT)	Antonio Isidro da Silva Filho (UNB)
Carlos Federico Dominguez Avila (Unieuro)	Armando João Dalla Costa (UFPR)
Carmen Tereza Velanga (UNIR)	Breno de Paula Andrade Cruz (UFRJ)
Celso Conti (UFSCar)	Carlos Alberto Ramos (UNB)
Cesar Gerónimo Tello (Univer .Nacional Três de Febrero – Argentina)	Clailton Ataídes de Freitas (UFSM)
Eduardo Fernandes Barbosa (UFMG)	Claudio Gontijo (UFSJ)
Elíone Maria Nogueira Diogenes (UFAL)	Daniel Arruda Coronel (UFSM)
Elizeu Clementino de Souza (UNEB)	Eduardo Armando (FIA)
Élsio José Corá (UFS)	Jose Carlos de Souza Santos (USP)
Fernando Antônio Gonçalves Alcoforado (IPB)	Luis Cláudio de Jesus Silva (UFRR)
Francisco Carlos Duarte (PUC-PR)	Maria de Lourdes Rollemberg Mollo (UnB)
Gloria Fariñas León (Universidade de La Havana – Cuba)	Marlete Beatriz Maçaneiro (UNICENTRO)
Guillermo Arias Beatón (Universidade de La Havana – Cuba)	Mauricio Sardá de Faria (UFRPE)
Helmuth Krüger (UCP)	Renata gomes de Jesus (IFES)
Jailson Alves dos Santos (UFRJ)	Vanessa de Oliveira Menezes (UNICENTRO)
João Adalberto Campato Junior (UNESP)	Walter Bataglia (MACKENZIE)
Josania Portela (UFPI)	
Leonel Severo Rocha (UNISINOS)	
Lidia de Oliveira Xavier (UNIEURO)	
Lourdes Helena da Silva (UFV)	
Marcelo Paixão (UFRJ e UTexas – US)	
Maria Cristina dos Santos Bezerra (UFSCar)	
Maria de Lourdes Pinto de Almeida (UNOESC)	
Maria Lília Imbiriba Sousa Colares (UFOPA)	
Paulo Romualdo Hernandes (UNIFAL-MG)	
Renato Francisco dos Santos Paula (UFG)	
Rodrigo Pratte-Santos (UFES)	
Sérgio Nunes de Jesus (IFRO)	
Simone Rodrigues Pinto (UNB)	
Solange Helena Ximenes-Rocha (UFOPA)	
Sydione Santos (UEPG)	
Tadeu Oliver Gonçalves (UFPA)	
Tania Suely Azevedo Brasileiro (UFOPA)	

Este livro passou por avaliação e aprovação às cegas de dois ou mais pareceristas *ad hoc*.

UNICAMP

Reitor

Antonio José de Almeida Meirelles

Coordenadora Geral

Maria Luiza Moretti

INSTITUTO DE ECONOMIA

Diretor

André Martins Biancarelli

Diretor Associado

Celio Hiratuka

Coordenadora de Pós-Graduação

Rosangela Ballini

Coordenadora da Comissão de Pesquisa

Carolina Troncoso Baltar

Assistente Técnica da Comissão de Pesquisa

Geisa Aguiari

Bibliotecária da Comissão de Pesquisa

Célia Maria Passarelli

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO

CONJUNTURA, ESTRUTURA E TEORIA – O CAPITALISMO

CONTEMPORÂNEO NAS ANÁLISES DO CECON (2017-2021) 13

Lucas Teixeira

Pedro Paulo Zahluth Bastos

PARTE 1

ANÁLISE DE CONJUNTURA

CAPÍTULO 1

CHOQUE RECESSIVO E A MAIOR CRISE DA HISTÓRIA:

a economia brasileira em marcha à ré 17

Pedro Rossi

Guilherme Santos Mello

1. A maior crise da história 17

2. A desaceleração em 2014 19

3. O choque recessivo 20

CAPÍTULO 2

HÁ UMA RECUPERAÇÃO SUSTENTADA DA ECONOMIA

BRASILEIRA? O PIB DE 2017 E O PESO DA AUSTERIDADE 29

Pedro Paulo Zahluth Bastos

Arthur Welle

Ana Luiza Matos de Oliveira

1. O IBGE não mostrou uma recuperação cíclica nem um impacto positivo da austeridade, mas a expansão das exportações e da oferta agrícola 29

2. Os dados do IBGE têm algum problema metodológico? 36

3. O que apontam os dados para o segundo trimestre? 38

4. Por que a economia pode se recuperar e o que a atrasa? 41

5. A austeridade transformou a desaceleração cíclica em uma crise e, agora, atrasa a recuperação 48

CAPÍTULO 3

A CONTRAÇÃO DO PIB NO PRIMEIRO TRIMESTRE E O RISCO DE RECESSÃO EM 2019..... 57

Pedro Paulo Zahluth Bastos

Arthur Welle

Gabriel Petrini

1. O que indica o PIB do primeiro trimestre? 57
2. Qual o motivo fundamental da retração do PIB? 57
3. Por que o aumento da confiança empresarial não recuperou o investimento? 59
4. O IBGE não capta o impacto da austeridade fiscal sobre o PIB trimestral..... 61

CAPÍTULO 4

A INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA DURANTE A CRISE ECONÔMICA..... 65

Marco Antonio Rocha

Arthur Welle

João Victor Machado

CAPÍTULO 5

A CORONACRISE: natureza, impactos e medidas de enfrentamento no Brasil e no mundo..... 73

Guilherme Santos Mello

Ana Luíza Matos de Oliveira

Ana Paula Guidolin

Camila de Caso

Grazielle David

Julio Cesar Nascimento

Ricardo Gonçalves

Tiago Seixas

1. A natureza da Coronacrise e suas particularidades 73
2. Os prováveis impactos econômicos e sociais da Coronacrise no Brasil 76
3. Políticas econômicas adotadas frente à pandemia no mundo e no Brasil 79
4. Propostas alternativas para o enfrentamento da crise sanitária e econômica 87
5. Conclusão 94

CAPÍTULO 6

A CORONACRISE, A ECONOMIA GLOBAL E A PERIFERIA:

uma síntese do choque em curso 101

André Biancarelli

Renato Rosa

Rodrigo Verghnanini

1. Introdução 101
2. A dupla natureza da crise econômica..... 102
3. Os canais de transmissão (ou reforço) internacional 103
4. As primeiras estimativas de perdas..... 110

CAPÍTULO 7

AÇÃO TARDIA, INAÇÃO PRECOCE, NOVA AÇÃO TARDIA: o PIB da pandemia e o cenário pessimista de 2021

115

Pedro Paulo Zahluth Bastos,

Gabriel Petrini

Lorena Salces Dourado

1. Sem controle da pandemia, não há recuperação
sustentada do PIB..... 115
2. A contração do PIB em 2020 não resulta da ação de
distanciamento social..... 119
3. O que diz a bibliografia sobre pandemia, políticas de saúde
pública e nível de atividade?..... 124
4. Como o fracasso da política de saúde pública e o negacionismo
prejudicaram o PIB?..... 128
5. O que esperar do PIB de 2021?..... 131

PARTE 2

ANÁLISE ESTRUTURAL

CAPÍTULO 8

CICLOS DE LIQUIDEZ GLOBAL E CRÉDITO DOMÉSTICO:

canais de transmissão e a experiência brasileira recente..... 141

André Biancarelli

Renato Rosa

Rodrigo Verghnanini

1. Introdução 141
2. Ciclo de liquidez e fluxos globais de capital..... 142
3. A transmissão do ciclo global para o crédito doméstico..... 147
4. Crédito doméstico e liquidez global: o caso brasileiro 150
5. Considerações finais 176

CAPÍTULO 9

GOVERNOS ESTADUAIS: o retorno à debilidade financeira 183
Francisco Luiz C. Lopreato

1. Introdução 183
2. A política fiscal e o papel dos governos estaduais 186
3. Os elementos que levaram à deterioração financeira estadual 193
4. Considerações finais 218

CAPÍTULO 10

O BOLSONARISMO E A NOVA POLARIZAÇÃO DA DISPUTA
POLÍTICA BRASILEIRA 231
Guilherme Santos Mello

1. A polarização PT x PSDB e o “lulismo” como polo organizador da política nacional. 232
2. As manifestações de 2013, a operação lavajato, o golpe parlamentar e a crise da velha polarização 235
3. O bolsonarismo como fenômeno social e o surgimento de um novo polo na política brasileira..... 239
4. O bolsonarismo como novo polo organizador da política nacional... 242
5. A transformação e as contradições da base social do Bolsonarismo durante a pandemia 244
6. Considerações finais 246

PARTE 3 DEBATES TEÓRICOS

CAPÍTULO 11

PANDEMIA, EMISSÃO DE MOEDA E DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL:
uma contribuição para o debate 253
Pedro Paulo Zahluth Bastos

1. Pandemia, moeda e dívida: o que está em debate?..... 253
2. O debate internacional sobre “dinheiro de helicóptero” 256
3. As objeções à emissão monetária não consideram variáveis importantes 258
4. Quebrando tabus com o dinheiro de helicóptero 266

CAPÍTULO 12

AJUSTES DE LEIS DE POTÊNCIA E OUTRAS DISTRIBUIÇÕES DE CAUDAS PESADAS PARA SÉRIES DE CÂMBIO: uma aplicação do

método Clauset, Shalizi e Newman..... 273

Gustavo de O. Aggio

Bruno De Conti

1. Introdução 273
2. O método CSN 275
3. Justificativa e descrição das séries analisadas 279
4. Resultados e discussão 294
5. Desigualdade da ocorrência de valores extremos nas séries de retorno 306
6. Considerações finais 310

CAPÍTULO 13

A MARXIST APPRAISAL OF THE STATE THEORIES OF MONEY..... 313

Marco Antonio Rocha

1. Introduction..... 313
2. Theoretical aspects of the money-form and its reproduction 314
3. The state apparatus, bureaucracy, and the institutionalization of money management 325
4. Final considerations 333

PARTE 4

NOVAS AGENDAS DE PESQUISA

CAPÍTULO 14

O ESTILO DE DESENVOLVIMENTO BASEADO EM MISSÕES

SOCIOAMBIENTAIS: uma agenda de pesquisa 343

Guilherme Santos Mello

1. Por um novo estilo de desenvolvimento orientado por missões socioambientais 348
2. Considerações finais 350

CAPÍTULO 15

A ECONOMIA POLÍTICA DA POLÍTICA ECONÔMICA E O PAPEL

IDEOLÓGICO DOS ECONOMISTAS..... 355

Pedro Paulo Zahluth Bastos

CAPÍTULO 16

MACROECONOMIA IMOBILIÁRIA:

notas para uma agenda de pesquisa 361

Gabriel Petrini

Lucas Teixeira

1. Introdução 361

2. Especificidades institucionais da macroeconomia imobiliária 362

3. Implicações do investimento residencial
para a dinâmica macroeconômica 366

4. Dimensão real e financeira do mercado imobiliário 368

5. Conclusão 372

ÍNDICE REMISSIVO 383

SOBRE OS AUTORES 389

APRESENTAÇÃO

CONJUNTURA, ESTRUTURA E TEORIA – O CAPITALISMO CONTEMPORÂNEO NAS ANÁLISES DO CECON (2017-2021)

Lucas Teixeira
Pedro Paulo Zahluth Bastos

O Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) do IE-Unicamp participa do diálogo acadêmico e do debate público sobre a evolução conjuntural da economia brasileira, a política econômica, e as mudanças estruturais do capitalismo no Brasil e no mundo há mais de trinta anos. Neste período, a economia brasileira e seus problemas mudaram, mas a presença persistente da crise, em diferentes formas, desafiou a capacidade analítica de pelo menos duas gerações de pesquisadores do Cecon.

Este livro reúne artigos escritos desde 2017, quando ficava evidente para um público mais amplo o que sempre alertamos: que a “fada da confiança” não existe. Ou seja, que reformas neoliberais e políticas de austeridade monetária e fiscal não estimulam expectativas empresariais nem restauram condições de oferta a ponto de compensar seu impacto conjuntural e estrutural negativo sobre a demanda agregada. Inúmeras vezes, precisamos reafirmar que reduzir o investimento público, o gasto social, aposentadorias, impostos sobre os ricos, salários, empregos e direitos dos trabalhadores não apenas ameaça de morte o contrato social da democratização e, é cada vez mais claro, a própria democracia. A austeridade também inviabiliza o próprio crescimento econômico que professa restaurar.

Para entender o problema, é preciso tratar o capitalismo contemporâneo nas suas diversas dimensões e temporalidades. Não pretendemos ter abordado todas elas, mas sabemos que a análise de conjuntura não pode prescindir do entendimento das mudanças estruturais e do esforço de historicizar os conceitos, isto é, de usar criativamente os recursos teóricos da tradição de reflexão crítica realizada no IE-Unicamp para entender a estrutura econômica nos momentos de reprodução e mutação, ou nos movimentos de conjuntura. Neste sentido, a produção acadêmica do Cecon tem caráter multifacetado e, embora tenha por objeto último a economia brasileira, desenvolve-se nos planos teórico e da análise estrutural e conjuntural.

A estrutura do livro reflete tal diversidade ao dividir-se em quatro blocos. O primeiro bloco apresenta o modo como as pesquisas do Cecon utilizam os esquemas conceituais discutidos e ensinados no IE-Unicamp na análise, quase em tempo real, das dimensões e variações da conjuntura econômica brasileira. Neste sentido, foram selecionadas algumas das Notas de Conjuntura publicadas desde 2017, caracterizadas pela análise da economia e pela crítica às opções de política econômica desde 2015. Atenção especial é conferida aos impactos econômicos da pandemia do novo Coronavírus e às políticas de enfrentamento no Brasil e no mundo, que refletiram e aprofundaram o desastre provocado por mais de meia década de austeridade, ou seja, que agregaram um novo negacionismo a outro mais duradouro.

O segundo bloco desenvolve análises dos movimentos das estruturas: a relação entre os ciclos de liquidez global e a evolução do crédito doméstico, expressando o caráter multifacetado da dependência externa brasileira; a crise fiscal dos governos estaduais, dramaticamente afetados pelas políticas de austeridade em nível federal e vulneráveis a uma base tributária fortemente sensível ao ciclo econômico; e a nova cena política caracterizada pela emergência do Bolsonarismo como um dos polos organizadores da política brasileira.

O terceiro bloco abarca debates teóricos: a relação entre política fiscal, emissão de moeda e dívida pública, levando em consideração os debates ocorridos durante a pandemia; a determinação da taxa de câmbio; e as teorias estatais da moeda na perspectiva de uma crítica marxista. Finalmente, o quarto bloco apresenta novas agendas propostas por docentes do Cecon, além daquelas já conhecidas e apresentadas nos capítulos anteriores, que podem orientar pesquisas de pós-graduação e iniciações científicas na graduação.

Entendemos o livro como um convite para que os leitores, sobretudo estudantes, conheçam nosso esforço coletivo de reflexão, se aproximem e colaborem em breve para expandi-lo e melhorá-lo.

Boa leitura!

PARTE 1
ANÁLISE DE CONJUNTURA

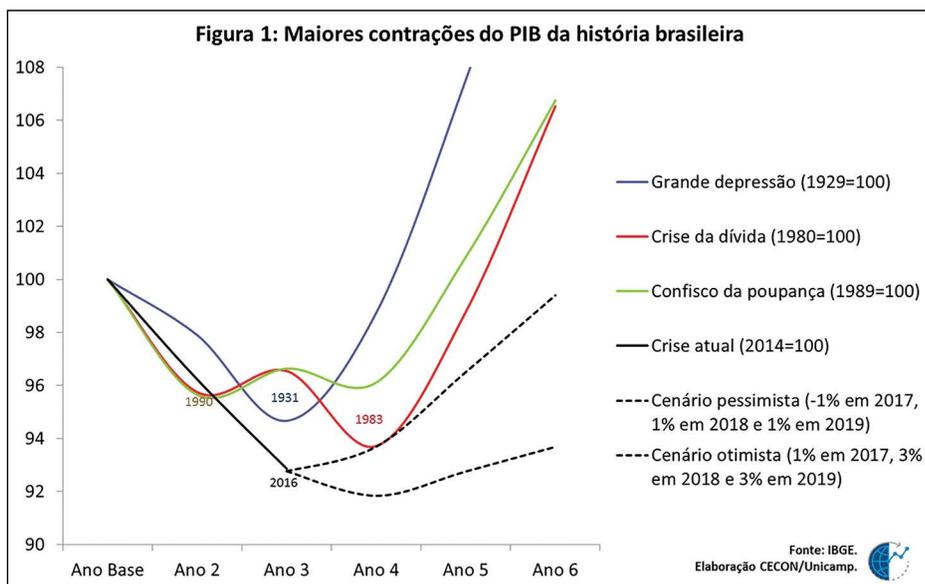
CAPÍTULO 1

CHOQUE RECESSIVO E A MAIOR CRISE DA HISTÓRIA: a economia brasileira em marcha à ré

*Pedro Rossi
Guilherme Santos Mello¹*

1. A maior crise da história

O Brasil está atravessando a maior contração da renda de sua história. O país enfrentou outros episódios recessivos ao longo do século XX, mas nenhum com tamanha gravidade quando se considera a contração do PIB.



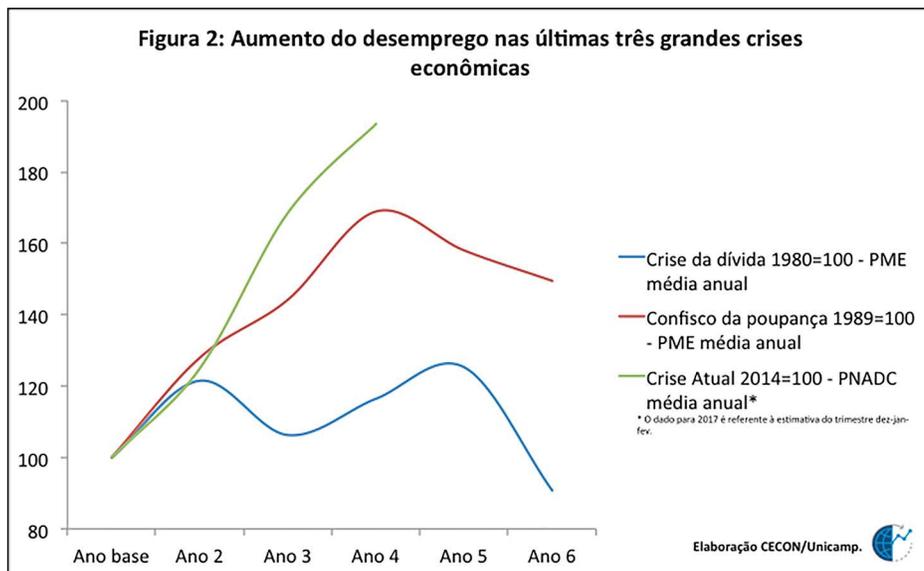
A figura 1 apresenta a contração da renda anual das quatro grandes crises econômicas da história brasileira; a dos anos 1930, dos anos 1980, do governo Collor e a atual. Em nenhuma dessas crises a queda acumulada do PIB foi

¹ Os autores agradecem à equipe do CECON.

superior a 7%, exceto a crise atual que apresenta dois anos de forte redução do PIB em 2015 e 2016.

Todas essas crises são multifacetadas e carregam diversos motivos explicativos. Contudo, há sempre um fator decisivo que justifica o caráter extraordinário que as diferencia das demais crises ao longo dos ciclos econômicos. Assim, a crise dos anos 1930 foi detonada pela crise internacional, a crise dos anos 1980 explica-se pela dívida externa brasileira, nos 1990 o confisco das poupanças foi a principal razão para a gravidade da crise. Já a principal causa da crise atual foi o choque recessivo de 2015, conforme será argumentado nessa nota.

A presente recessão não apenas promoveu a maior e mais prolongada queda do PIB da história recente como também o mais veloz crescimento do desemprego. A figura 2 compara o aumento das taxas de desemprego ao longo da crise da dívida, da crise do confisco da poupança e da crise atual, mostrando como a atual crise tem o maior aumento da taxa de desemprego medida a partir da taxa média do ano base.



Além disso, a recessão atual promete a mais demorada a retomar o patamar de renda do ano base. Mesmo em um cenário otimista de crescimento do PIB de 1% em 2017, 3% em 2018 e 3% em 2019, a retomada do patamar do PIB de 2014 só pode acontecer em 2020 (figura 1). No cenário pessimista a recuperação pode ser em formato de “L”, com a recuperação do patamar de 2014 podendo levar 10 anos ou mais. Há ainda a possibilidade, como observado nas crises das décadas de 1980 e 1990 (figura 1), de uma crise

em formato de “W”, o que significaria que uma eventual recuperação do crescimento em 2017 não necessariamente traria um cenário de recuperação sustentada da economia brasileira.

2. A desaceleração em 2014

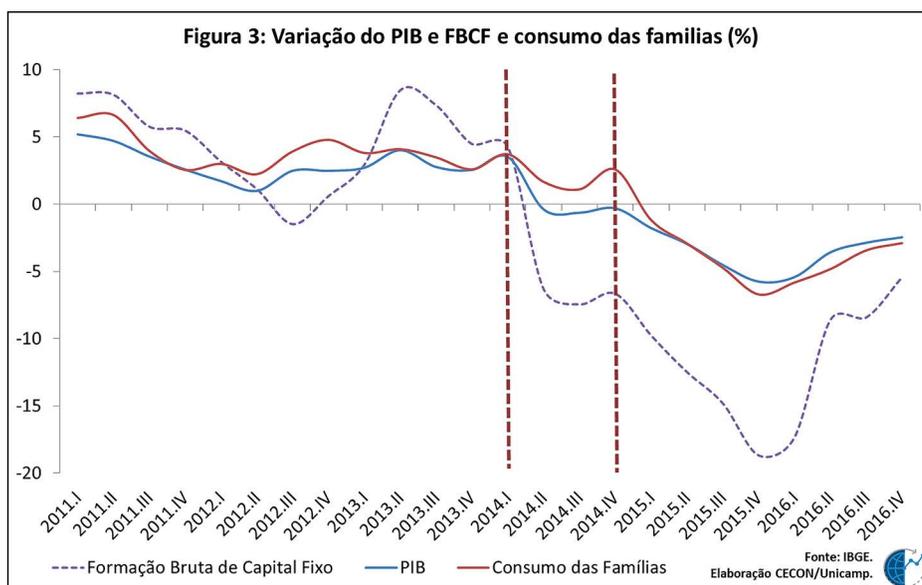
Entre o terceiro trimestre de 2013 e o último trimestre de 2014 a economia brasileira enfrentou um ciclo de desaceleração puxado pela queda na taxa de investimento, que passa a apresentar patamares negativos a partir do segundo semestre de 2014 (figura 3). Essa desaceleração pode ser atribuída a múltiplas causas: além de falhas na condução da política econômica fatores políticos (desde as manifestações de 2013 até a incerteza eleitoral de 2014), fatores internacionais (com a perspectiva do *tapering* nos EUA e a rápida queda no preço das commodities em 2014) e fatores institucionais ou jurídicos (como o avanço da operação Lava Jato que afetou indiretamente setores estratégicos da economia brasileira, como petróleo e gás, construção civil e indústria naval) certamente contribuíram para a desaceleração da economia brasileira no período.

Destaca-se que o orçamento de investimento das Estatais Federais (onde a Petrobrás é responsável por quase 85%) apresentou sucessivas quedas a partir de 2013, quando o orçamento de investimento executado foi de R\$ 113 bilhões, passando para 95,5, 80,2 e 56,5 bilhões de reais respectivamente em 2014, 2015 e 2016². Assim, esse fator contribui para a queda do investimento agregado desde 2014 e para queda na atividade de setores importantes, como a construção naval.

Apesar desta desaceleração, não é possível falar em recessão econômica neste período anterior a 2015. O conceito clássico de recessão (SHISKIN, 1974) prevê um mínimo de dois trimestres consecutivos de queda do PIB (considerando trimestre contra trimestre imediatamente anterior) para se caracterizar tecnicamente um momento recessivo. Essa visão simplificada, que dá demasiada ênfase em uma única variável (o PIB), foi recentemente atualizada e enriquecida (ACHUTHAN; BANERJI, 2008) para abarcar também variações no emprego, na renda e no consumo das famílias. Seja no conceito clássico, seja no conceito mais atual, pode-se afirmar que a recessão brasileira tem início no primeiro trimestre de 2015, quando não apenas o PIB passa a registrar seguidas quedas, como também o consumo das famílias, o emprego e renda passam a cair de forma continuada, fatos não observáveis nos dados até o final do ano de 2014.

2 Dados apresentados pelo Boletim das Empresas Estatais Federais, número 1, período 2016.

Como mostra a figura 3, a queda da taxa de investimento (medida pela formação bruta de capital fixo) é extremamente importante em 2014, enquanto o consumo das famílias continua contribuindo positivamente para o crescimento. Esse cenário muda de natureza em 2015 com o choque recessivo, que afeta a renda e o consumo das famílias, principal motor do crescimento econômico brasileiro.



3. O choque recessivo

Em 2015, diante da fragilidade da economia brasileira, o governo optou por um choque recessivo ou, em outras palavras, lançou mão de um conjunto de políticas de austeridade econômica³.

De acordo com o diagnóstico então dominante, o objetivo desse “ajuste” era enfrentar, de uma só vez, os “desequilíbrios” da economia brasileira que diziam respeito tanto às contas públicas quanto à preços administrados. Além disso, para alguns analistas, o mercado de trabalho sobreaquecido também era uma fonte de desequilíbrio cujo remédio era o aumento do desemprego e redução de salários reais.

3 De acordo com Mark Blyth (2013), o termo austeridade não diz respeito apenas a uma política fiscal contracionista, como é normalmente utilizado no debate público. De acordo com o autor: “Austeridade é uma forma de deflação voluntária na qual a economia se ajusta através de reduções nos salários, preços e no gasto público para resgata a competitividade, a qual (supostamente) é melhor obtida através de cortes no orçamento público, nas dívidas e nos déficits.”. (Blyth, 2013)

Dentre os principais elementos desse choque recessivo, que marcam uma virada da política econômica, estavam:

1) *O choque fiscal*

No ano de 2015, houve uma queda real das despesas primárias do governo central da ordem de 2,9%, já descon sideradas as chamadas “pedaladas”. Essa queda interrompe uma trajetória de crescimento no gasto primário que vem desde a década de 1990. Conforme a metodologia de Gobetti e Orair (2017), a despesa primária do governo central cresce em média anual de 3,5% entre 2011 e 2014 antes de interromper a trajetória de crescimento em 2015 e voltar a crescer 4,6% em 2016 (figura 4).

Essa contração da demanda pública, em particular do investimento público, se soma à contração dos outros elementos da demanda (consumo, investimento e demanda externa), atuando de forma pró-cíclica.

2) *O choque de preços administrados*

Diante do represamento de preços administrados pelo setor público, como energia e gasolina, o governo optou por uma estratégia de choque em detrimento de uma estratégia gradualista. O conjunto de preços monitorados do IPCA teve alta de 18% em 2015, o que contribui diretamente e indiretamente para a inflação do período (figura 5). Esse tipo de reajuste tem um alto grau de difusão em uma economia muito indexada, na qual a formação de preços é extremamente oligopolizada e conta com um alto grau de repasses de custos para o consumidor. Nesse sentido, o choque de preços administrados foi mais um elemento de pressão de custos para empresas e de redução de renda real para as famílias.

3) *O choque cambial*

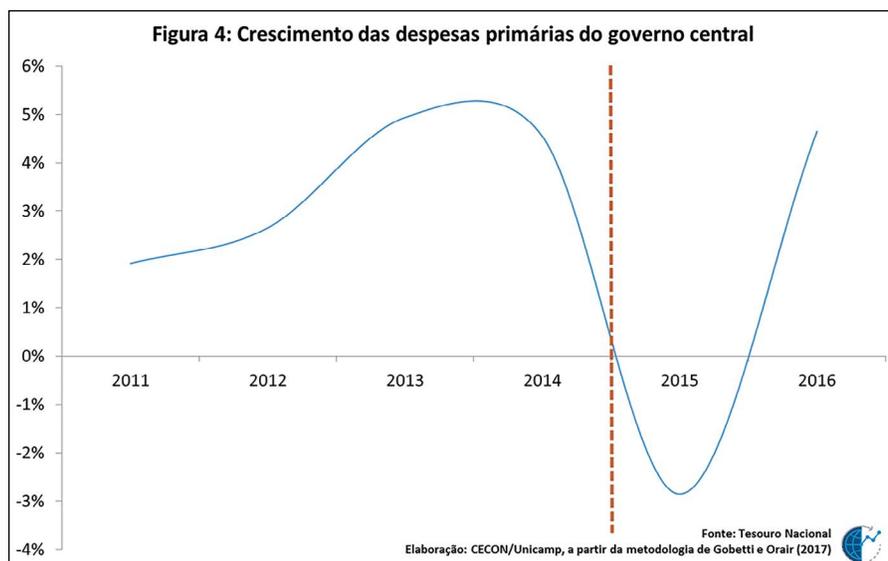
Após as eleições de 2014 ocorre uma inflexão na política cambial, quando a nova equipe econômica sinaliza ao mercado o fim do programa de leilões de swaps e uma política cambial menos atuante. A moeda brasileira já vinha se desvalorizando no segundo semestre de 2014, tendência que se reforça com a nova postura de política cambial. Em janeiro de 2014 a taxa de câmbio média foi de 2,63 R\$/US\$, enquanto no mesmo mês de 2015 a taxa média foi de 4,05 R\$/US\$, o que representou uma desvalorização de mais de 50% do real em relação ao dólar (figura 6). Essa rápida mudança na taxa de câmbio tem impacto nas estruturas de custos e patrimonial das empresas, contribui para o aumento da taxa de inflação e com isso para a redução dos salários

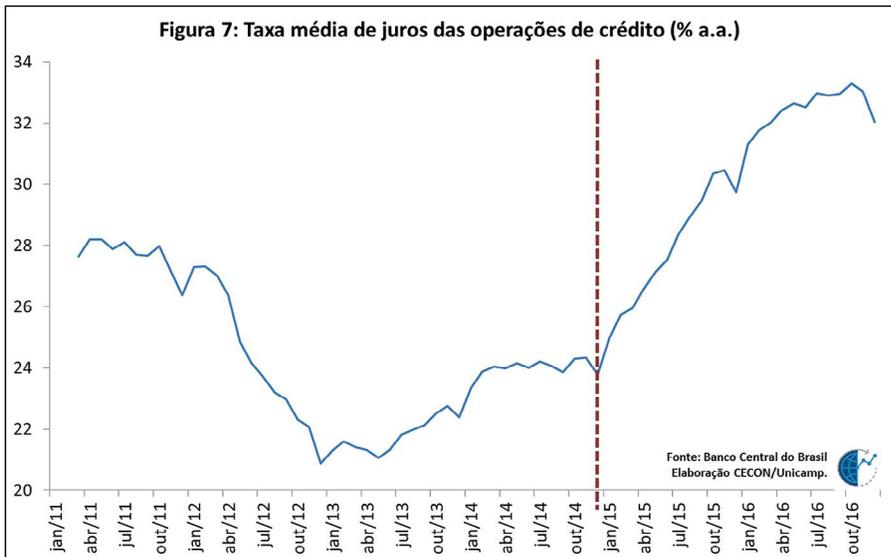
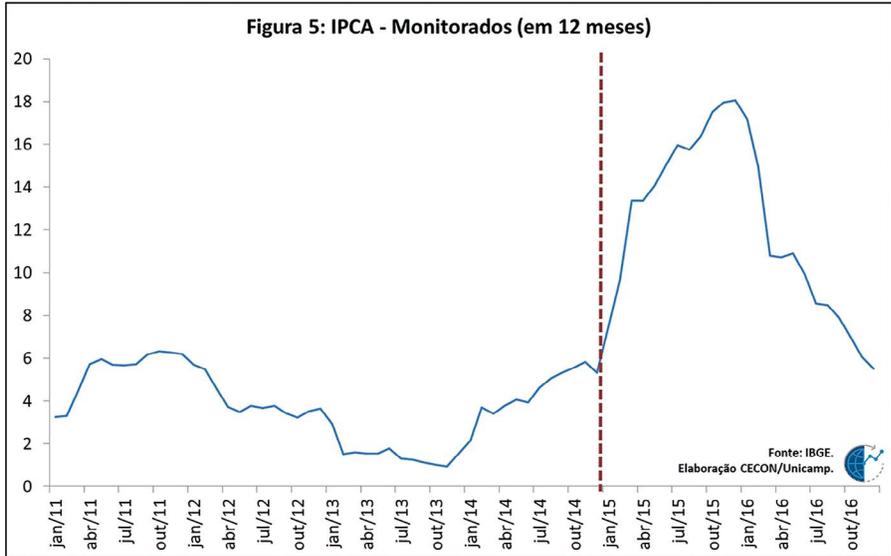
reais, impactando negativamente o consumo, além disso, no curto prazo essa mudança encarece a cesta de produtos que compõe o investimento.

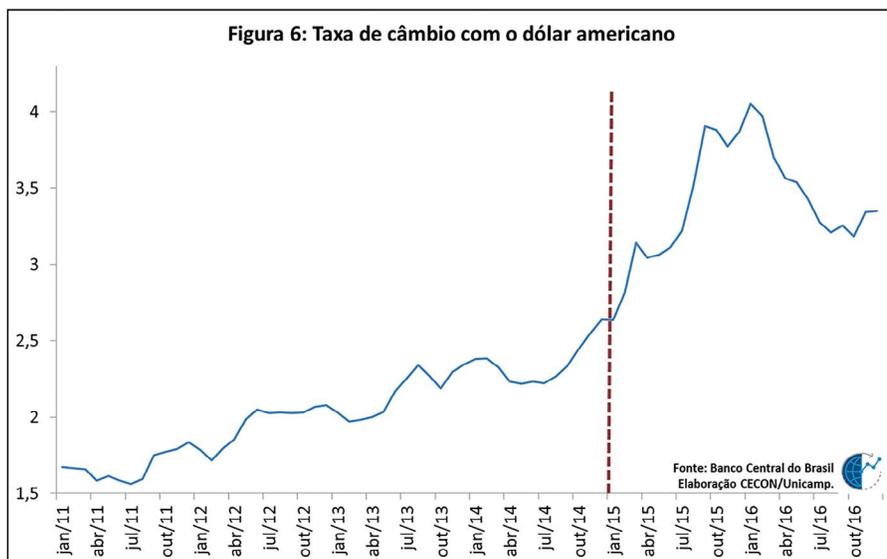
4) O choque monetário

Diante de uma inflação essencialmente provocada pelo próprio governo, quando ajustou preços administrados e permitiu uma forte desvalorização cambial, o Banco Central deu continuidade aos aumentos na taxa básica de juros até o patamar de 14,25%. Já a taxa média de juros das operações de crédito aumenta de 25% em janeiro de 2015 para 31% em janeiro do ano seguinte (figura 7). Esse aumento do custo do crédito (e do custo de oportunidade para o investimento produtivo) é outro fator que contribui para o cenário contracionista.

Vale lembrar que o “tratamento de choque” foi uma escolha política e que havia alternativas tanto com relação a intensidade do ajuste quanto à direção das medidas tomadas. O caráter “inevitável” do choque recessivo foi rejeitado no debate eleitoral em 2014, e a plataforma política vencedora trazia ideias como o ajuste gradual nos preços administrados, a expansão de gastos públicos sociais e de investimento, o uso das estatais como instrumentos de desenvolvimento e políticas voltadas para manutenção da baixa taxa de desemprego. O choque recessivo, portanto, não era inevitável e se configurou como uma opção política tomada à revelia do programa eleitoral vencedor.



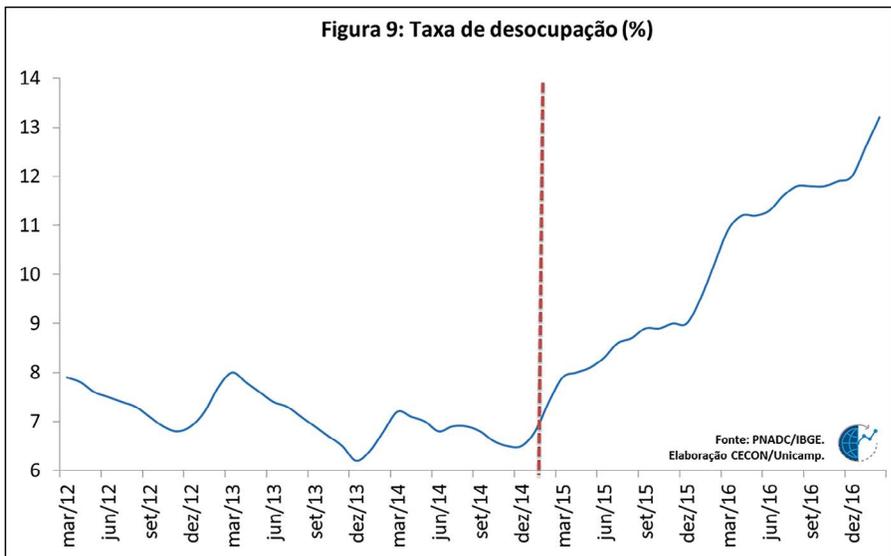
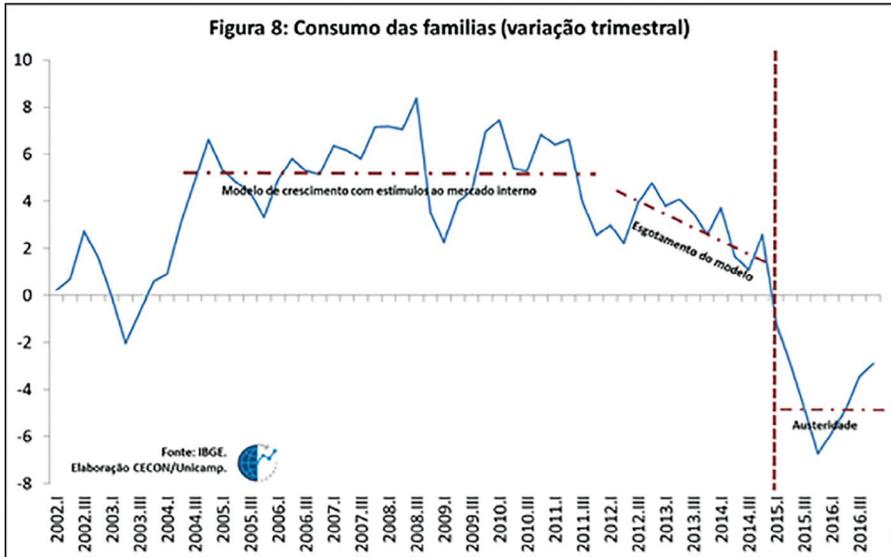




5) *Ajuste no emprego e no consumo das famílias*

Se, por um lado, é certo que economia brasileira já vinha com dificuldades e em desaceleração até 2014, por outro lado, é impossível entender a intensidade da crise que assola a economia brasileira sem se levar em conta o choque recessivo e as políticas de austeridade. Em uma economia já fragilizada, tomou-se uma opção de ajuste que contribuiu para transformar uma desaceleração na maior crise da história brasileira.

A partir de 2015, há uma mudança profunda no mercado de trabalho, com rápido aumento da taxa de desocupação (figura 9). Além disso, há uma modificação importante na dinâmica dos componentes da demanda agregada: se em 2014, a variável de demanda que puxou a desaceleração foi o investimento, em 2015 o consumo das famílias passa a ser a variável mais relevante.



O consumo das famílias foi símbolo do padrão de crescimento dos governos Lula, no qual o dinamismo do mercado interno tinha um importante papel indutor do investimento e do crescimento. Como mostrado na figura 8, entre 2004 e 2010 o consumo das famílias cresceu em média 5,3% ao ano. Já no 1º governo Dilma, o consumo das famílias cresce em média 3,5%, mas em um claro movimento de desaceleração.

No entanto, essa desaceleração em nada explica a quebra estrutural observada nessa série no 1º tri de 2015. Tampouco nos parece razoável atribuir essa quebra aos efeitos defasados de políticas anteriores. Há claramente fatores exógenos ao ciclo econômico que ajudam a explicar essa quebra estrutural; nesse caso, o fator explicativo é o choque recessivo.

Em 2016, com a mudança de governo há também uma mudança na estratégia econômica, que passa a privilegiar as reformas estruturais em detrimento do ajuste de curto prazo, seguindo a mesma lógica da austeridade; de desregulamentação econômica, liberalização financeira, redução do gasto público e do tamanho do estado. As expectativas de retomada do crescimento com a adoção do ajuste recessivo e a implementação de reformas têm se provado frustradas, fazendo com que a economia brasileira ande por mais de dois anos em marcha à ré.

Para além do custo social, essa estratégia econômica também estabelece novos parâmetros econômicos, a partir dos quais o crescimento econômico, quando vier, deve assumir um caráter concentrador de renda.

REFERÊNCIAS

ACHUTHAN, L.; BANERJI, A. The risk of redefining recession. **CNN money**. 07 maio 2008.

BLYTH, M. **Austerity**: The history of a dangerous idea. NY: Oxford University Press. 2013.

GOBETTI, S.; ORAIR, R. **Resultado primário e contabilidade criativa**: Reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral. Texto para Discussão IPEA, 2288. 2017. http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2288.pdf

SHISKIN, J. The changing business cycle. **The New York Times**, Seção 3: 12, 1 dez. 1974.

CAPÍTULO 2

HÁ UMA RECUPERAÇÃO SUSTENTADA DA ECONOMIA BRASILEIRA? O PIB DE 2017 E O PESO DA AUSTERIDADE

*Pedro Paulo Zahluth Bastos
Arthur Welle
Ana Luiza Matos de Oliveira*

O resultado apresentado pelo IBGE para o PIB do primeiro trimestre de 2017 mostrou resultado positivo pela primeira vez desde o último trimestre de 2014: um crescimento de 1% em relação ao trimestre anterior. O dado foi comemorado pelo governo como sinal de que a austeridade e as reformas neoliberais estariam no caminho certo para assegurar a recuperação. Como é notório, tanto o presidente Temer quanto o ministro Meirelles fizeram declarações públicas capitalizando politicamente o “fim da recessão” e atribuindo isto às políticas “duras” do governo.¹

Embora alguns dados de abril e maio indiquem a continuidade da melhoria, não há consenso entre os analistas econômicos de diferentes escolas de que a economia já entrou em um processo sustentado de recuperação e, muito menos, sobre suas causas. A questão pode ser analisada em cinco partes: 1) os dados apresentados pelo IBGE para ao primeiro trimestre sinalizam uma recuperação cíclica? 2) estes dados têm algum problema metodológico? 3) o que apontam os dados para o segundo trimestre? 4) por que a economia pode se recuperar e o que a atrasa? 5) por que a austeridade atrasa a recuperação?

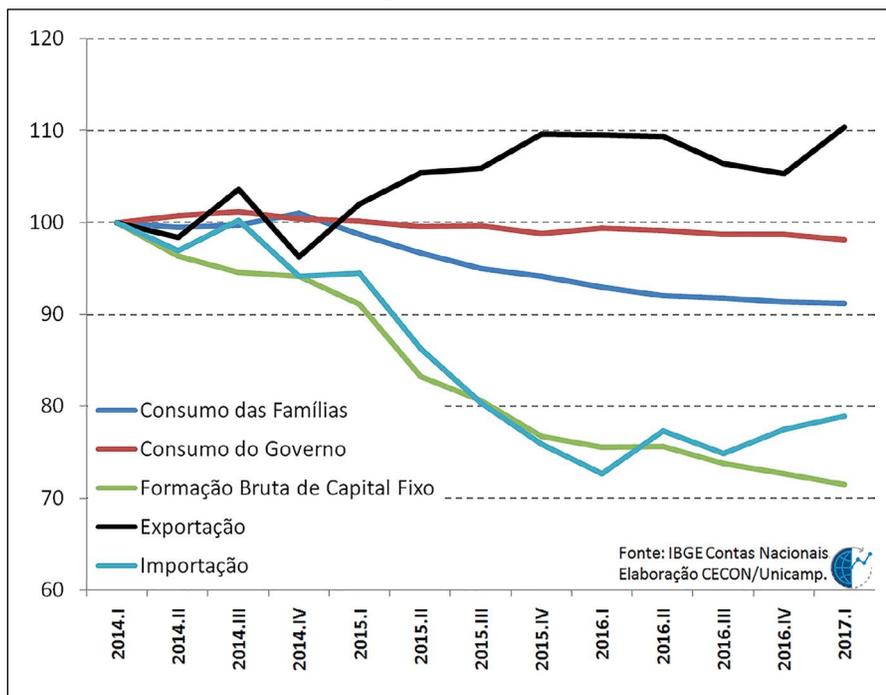
1. O IBGE não mostrou uma recuperação cíclica nem um impacto positivo da austeridade, mas a expansão das exportações e da oferta agrícola

O primeiro ponto importante é que o IBGE não apresentou uma recuperação cíclica da demanda interna no primeiro trimestre de 2017. O consumo das famílias continuou em declínio em relação ao trimestre anterior (-0,1%),

¹ Curiosamente, alguns analistas, como Schwartzman (2017), chegaram a antecipar o resultado positivo do primeiro trimestre de 2017 como “prova” inclusive de que a austeridade sequer pode ser responsabilizada por qualquer queda do PIB em 2015.

embora tenha ocorrido uma nítida desaceleração do ritmo da queda: -0,5 entre o quarto e o terceiro trimestre de 2016.

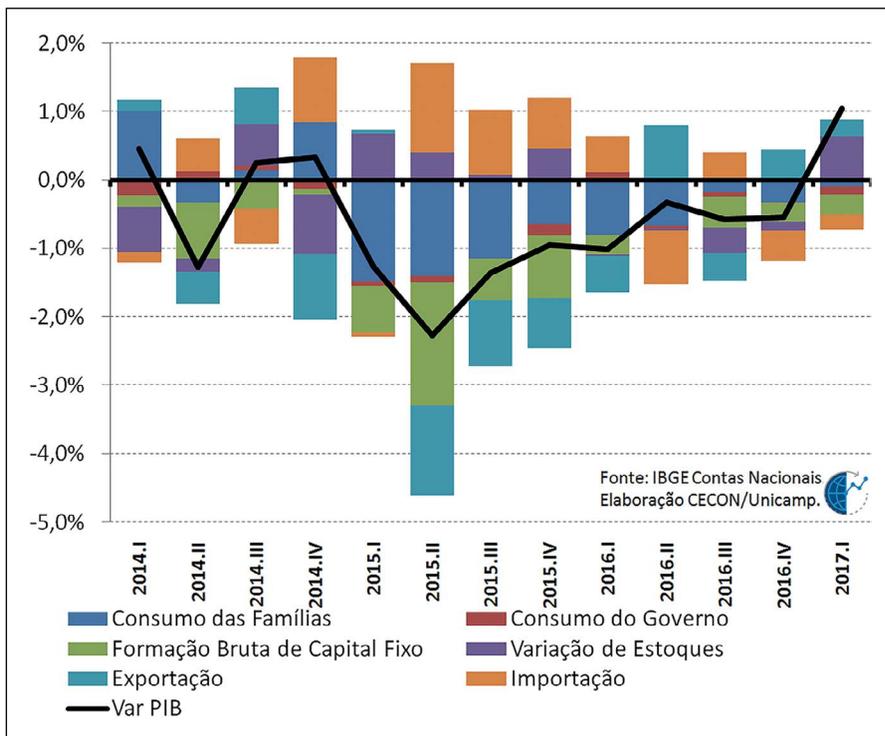
Gráfico 1 – Série encadeada do índice de volume trimestral com ajuste sazonal (1T 2014=100)



A queda do investimento, contudo, repetiu taxa do trimestre anterior: - 1,6%. Este resultado em si é suficiente para refutar o argumento de que a austeridade e mudanças legais e institucionais implementadas pelo governo Temer seriam responsáveis pelo resultado positivo do PIB, uma vez que seu mecanismo de transmissão para o gasto não se daria através do estímulo anticíclico de demanda, mas pelo canal das expectativas empresariais favoráveis ao investimento.

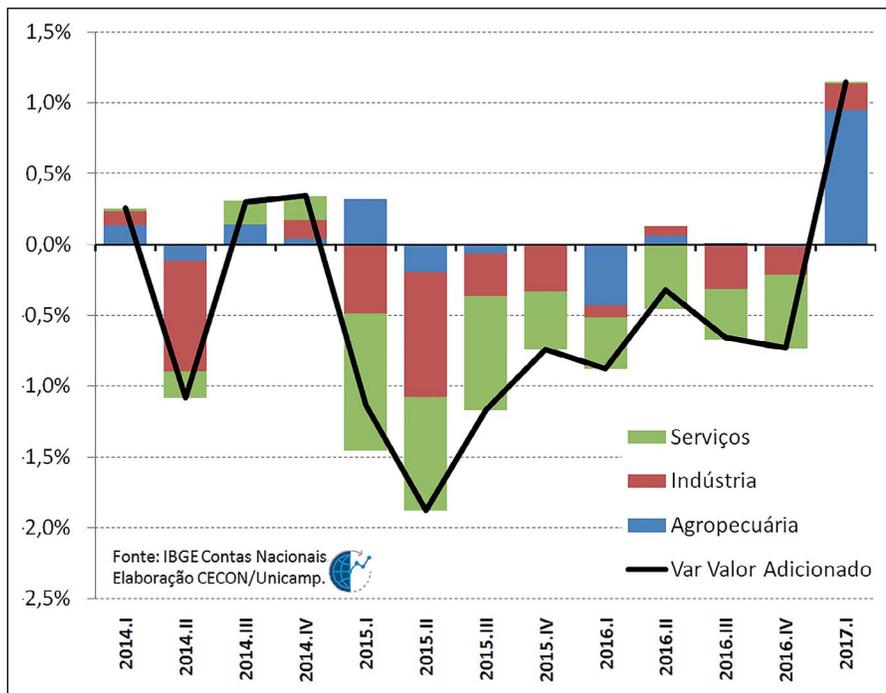
Afora o papel das mudanças na metodologia do IBGE a serem discutidas em seguida, o resultado favorável é explicado por um aumento na oferta agropecuária, que cresceu 13,4%. Também significativo foi o aumento das exportações, de 4,8%, que foi parcialmente compensado pelo aumento das importações (1,8%), o que indica alguma recuperação da demanda. A política econômica é responsável pelos resultados positivos?

Gráfico 2 – Decomposição da contribuição para a variação do PIB real pela ótica das rendas (série encadeada a preços de 1995)



É provável que a continuidade do Plano Safra em 2016, depois do impeachment, tenha favorecido a supersafra de soja e milho, mas ela é explicada essencialmente por fatores climáticos e pela expectativa de crescimento dos mercados externos, particularmente na Ásia.

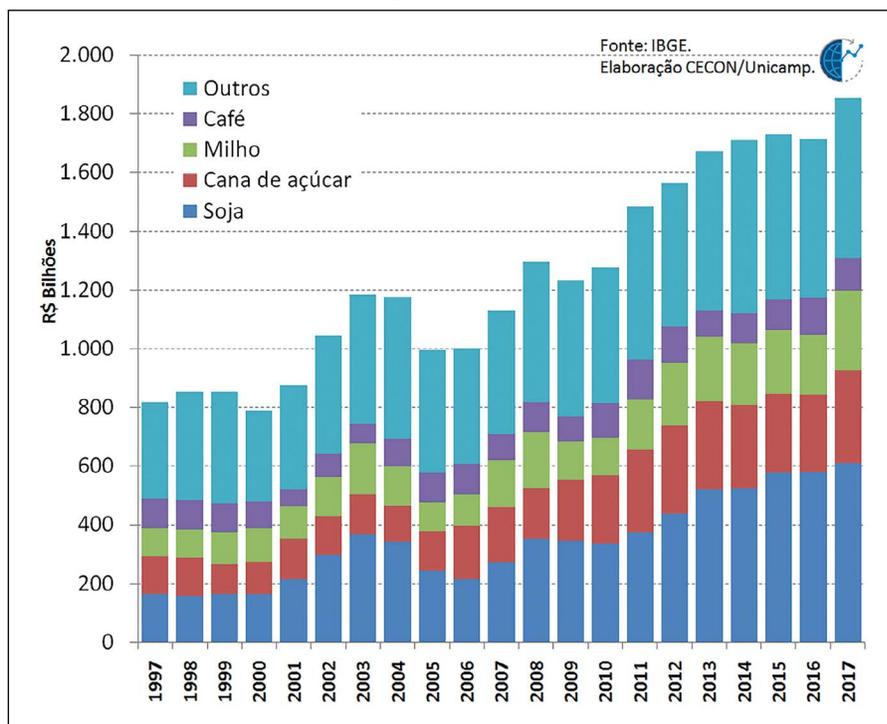
Gráfico 3 – Decomposição em três grandes setores da contribuição para a do valor adicionado (série encadeada a preços de 1995)



Quanto a isto, em pelo menos um aspecto a contribuição do governo Temer é negativa: o escândalo da Carne Fraca e envolvimento no do ex-ministro da Justiça, Osmar Serraglio, prejudicará a pecuária no segundo trimestre, reforçando o papel do fim da colheita de milho e soja no sentido de reduzir o produto da agropecuária, que provavelmente terá papel negativo no PIB do segundo trimestre.

Quanto às exportações não-agrícolas, elas também não podem ser explicadas por políticas que tenham favorecido a competitividade das empresas exportadoras. À luz de declarações de vários apoiadores da austeridade, a queda do rendimento médio real (de 5% entre março/2015 e junho/2016) foi deliberada, considerada necessária para aumentar a empregabilidade dos trabalhadores e a competitividade internacional das empresas.

**Gráfico 4 – Valor Bruto da produção das lavouras
 acumulado de janeiro a maio 1997-2017**



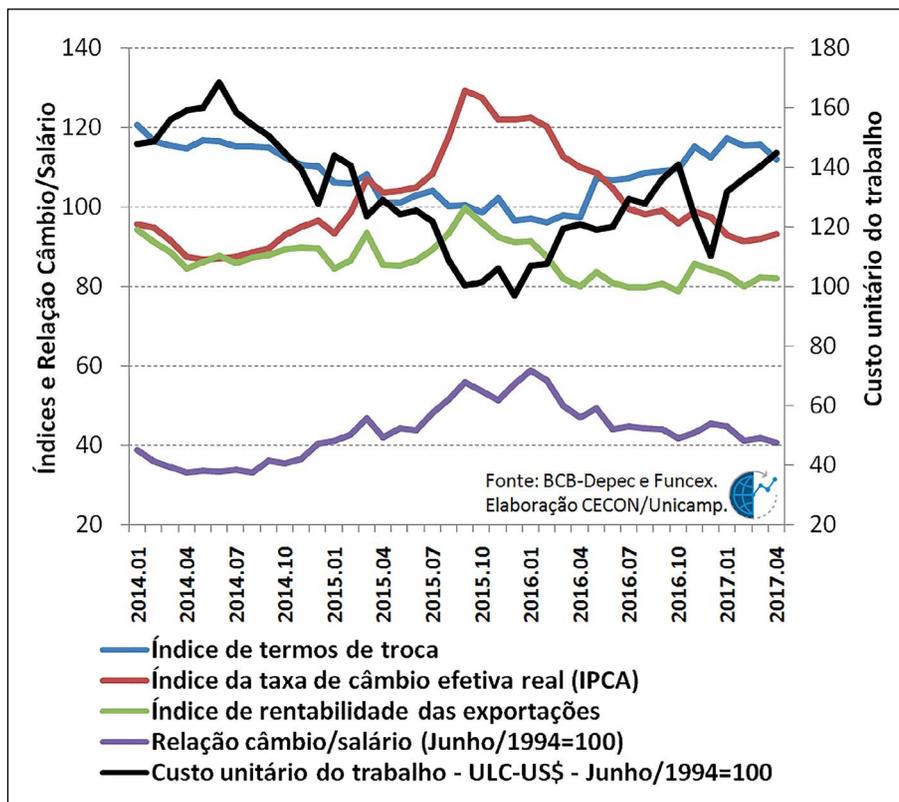
Afora os problemas teóricos sérios da hipótese de caráter expansivo da queda de salários reais (BASTOS, 2017a), a redução salarial até junho de 2016 foi mais do que compensada pela apreciação cambial desde o início de 2016, de modo que a rentabilidade das exportações *diminuiu* ao longo do governo Temer. Isto tem relação direta com o desmonte de mecanismos de regulação da especulação no mercado de câmbio e a preservação um patamar de juros reais elevados, de longe os maiores e mais atrativos do mundo. Ademais, a redução de investimentos em infraestrutura ou em formação educacional determinada pela austeridade tampouco contribui para a competitividade das exportações.

Além das exportações agrícolas, o aumento das exportações se concentrou, de janeiro a maio, em petróleo e em material de transporte. Para petróleo, ocorreu graças ao aumento do preço depois do acordo temporário da OPEP e ao crescimento da produção oriunda de investimentos anteriores no Pré-Sal.

No que tange às exportações em veículos e material de transporte, a apreciação cambial e o crescimento dos custos fixos unitários em função da grande redução da produção por conta da crise da demanda interna diminuíram a competitividade local. Embora parte das decisões de produção possa

ter sido tomada antes da apreciação cambial verificada ao longo do governo Temer, é pouco provável, pois o crescimento das exportações se concentrou em março e abril de 2017, mas a apreciação cambial vem do início de 2016 e a rentabilidade geral das exportações está no mesmo patamar de meados de 2011. De fato, a taxa de câmbio de R\$3,30/US\$ em abril de 2017 está muito longe, por exemplo, daquela (R\$4/US\$) que é considerada adequada por alguns especialistas no assunto.²

Gráfico 5 – Determinantes do saldo comercial

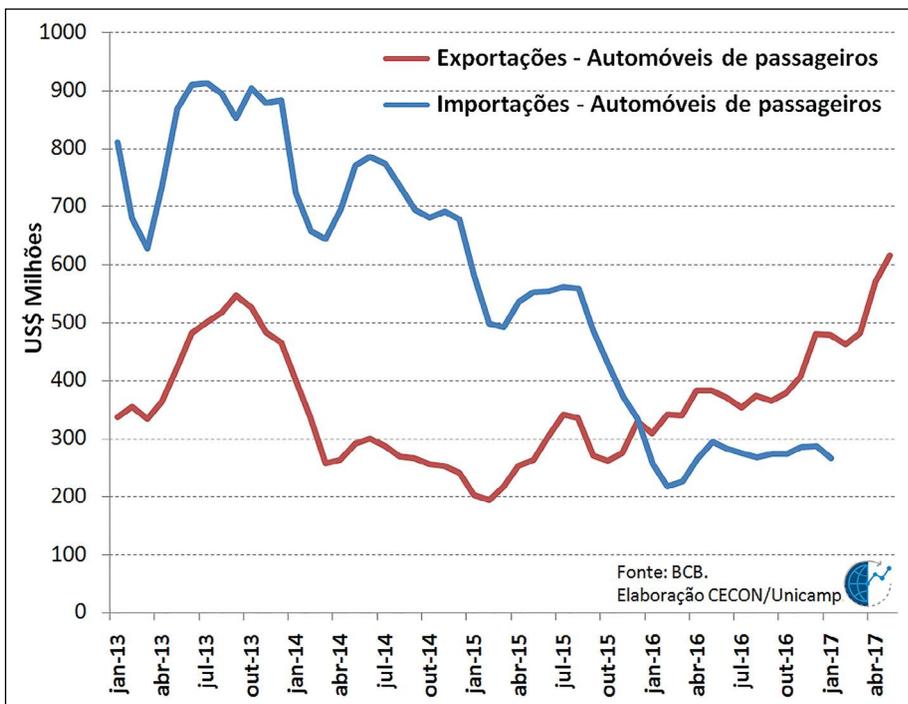


Se o aumento das exportações não pode ser explicado por mudança *favorável* dos preços relativos (antes pelo contrário), ela é explicada, primeiro, pela preexistência de capacidade ociosa criada para atender ao mercado interno e não ao externo, como é a orientação tradicional do investimento direto externo

2 As exportações industriais estagnaram em janeiro e fevereiro (0,1%) em relação a 2016, mas aumentaram em março e abril a ponto de provocarem um crescimento de 12% no quadrimestre em relação a 2016. Para uma estimativa da taxa de câmbio que estimularia as exportações industriais, muito acima da verificada no período de aumento das exportações industriais, ver Bresser-Pereira (2017).

no Brasil. Segundo, por um aumento da demanda nas regiões às quais são destinadas as exportações das filiais locais de acordo com a divisão regional do trabalho no interior das corporações globais. Se considerarmos que as filiais estrangeiras no setor automobilístico não são autônomas em relação ao centro de comando das corporações globais, decisões de alocação de exportações entre diferentes unidades nacionais podem ter escolhido as filiais brasileiras, como rotineiro, para aproveitar o crescimento do mercado da América do Sul, particularmente Argentina, mas também para reduzir seus prejuízos.³

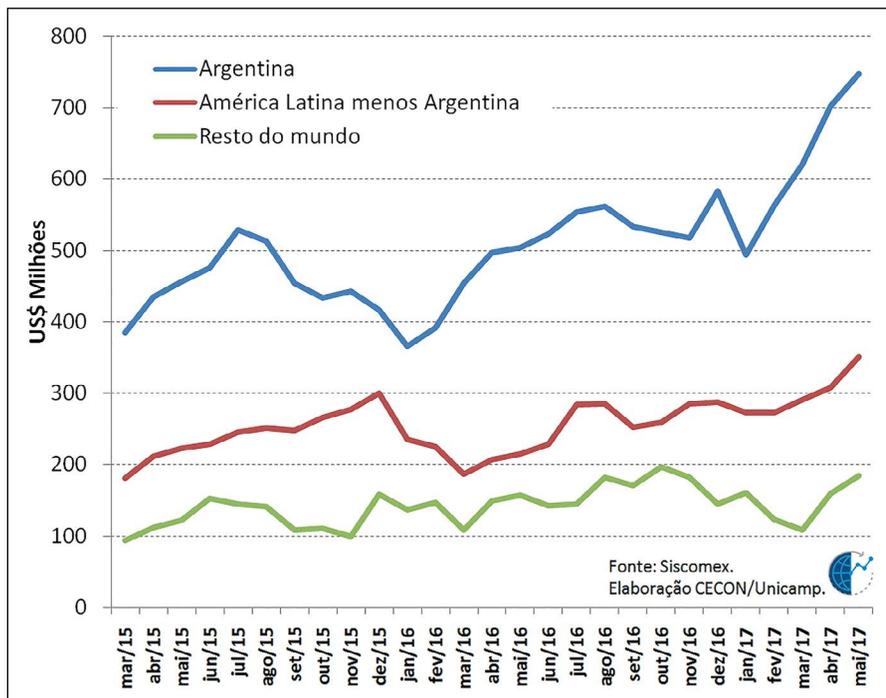
**Gráfico 6 – Comércio de automóveis de passageiros –
 média móvel trimestral jan./13 – maio/17**



Em suma, os dados do PIB do primeiro trimestre não apresentam uma recuperação cíclica da demanda interna, mas um grande crescimento da oferta agropecuária determinado por fatores climáticos e pela expectativa de demanda externa, cujo crescimento efetivo também contribuiu para aumentar as exportações industriais.

3 Para estudos sobre a orientação doméstica dos investimentos externos na indústria de transformação, ver Bielschowsky (ed., 2002); para o efeito disto no comércio regional e nas exportações industriais brasileiras, Hiratuka & Negri (2003), Bastos (2012), Bastos & Hiratuka (2017). Sobre os prejuízos das filiais automobilísticas no Brasil desde 2015, ver Silva (2016).

Gráfico 7 – Destino das exportações brasileiras de veículos (HS87) – média móvel trimestral mar./15 – maio/17



2. Os dados do IBGE têm algum problema metodológico?

O setor de serviços representa 73,3% do PIB e estagnou no primeiro trimestre depois de quedas sucessivas. Não há, contudo, como saber se o resultado de 0% para serviços é o início de sua recuperação, pois a mudança metodológica da série antiga de serviços foi considerada abrupta e pouco transparente por muitos analistas. O problema é que a base de cálculo da antiga série de serviços é diferente e inferior à base da nova metodologia de pesquisa (BASTOS, 2017D; DWECK, 2017).⁴

Em tese, pode ocorrer a situação esdrúxula, trimestre a trimestre de 2017, de observarmos o setor de serviços andar de lado ou até cair, enquanto apresentará recuperação em relação ao trimestre correspondente de 2016. Isto já ocorreu no primeiro trimestre de 2017. Em relação ao mês imediatamente anterior, os dados revisados de janeiro e fevereiro mostraram a estabilidade retratada no indicador trimestral: respectivamente, 0,0% e 0,4% (ou 0,0%

4 Uma nota da Executiva Nacional do sindicato do IBGE afirmou que “o IBGE de Rabello de Castro é o que precisa se explicar na mídia por uma mudança abrupta de metodologia de pesquisas, que incidem sobre o cálculo do PIB do país” (ASSIBGE, 2017). Ver anexo para retificação desta nota do CECON.

3. O que apontam os dados para o segundo trimestre?

Depois da queda de -2,6% em março, o setor de serviços voltou a crescer 1% em abril em relação ao mês anterior. O mesmo dado de 1% foi verificado pelo IBGE para o varejo. O IBC-Br do BCB, conseqüentemente, apresentou um dado positivo na comparação mês a mês: teve alta de 0,28% de abril ante março, com ajuste sazonal.

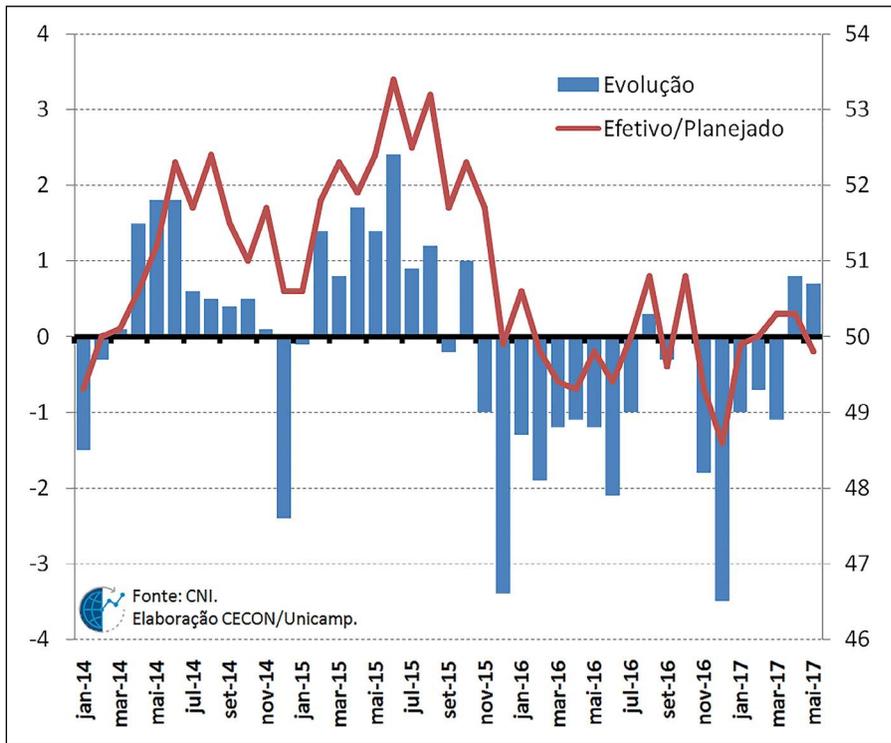
Outros dados também mostram resultados positivos. O Monitor do PIB (FGV), por exemplo, cresceu 0,42% entre março e abril; a demanda externa arrefeceu ligeiramente, porém na demanda interna houve expansão de 2,2% do consumo das famílias, de 2,1% do consumo do governo, e de 0,39% da FBCF.

Tais dados sobre o consumo das famílias podem indicar o efeito multiplicador das exportações e do aumento da oferta agropecuária. Além disso, a liberação dos recursos do FGTS a partir de 10 de março pode ter tido algum efeito favorável sobre o varejo, apesar da previsão de que seriam usados para desendividamento das famílias (BASTOS, 2017B).

De todo modo, é digno de nota que a divergência entre expansão da oferta e da demanda verificada no primeiro trimestre levou Summa, Lara & Serrano (2017) a argumentar que ocorreu uma significativa acumulação indesejada de estoques que levaria, em seguida, a uma redução da produção que se refletirá negativamente no PIB.

É difícil negar que o ciclo de redução e a recomposição de estoques planejados, em um cenário muito negativo para a demanda final, contribuiu para as oscilações da produção industrial ocorrida em 2016, o que explica em parte o fracasso das expectativas de recuperação manifestas em vários momentos do ano passado (BASTOS, 2016).

Gráfico 9 – Indústria: evolução de estoques e do estoque efetivo em relação ao planejado (Índices de difusão de 0 a 100)



Fonte: CNI. Nota: Valores acima de 50 pontos indicam crescimento do nível de estoques ou estoque efetivo acima do planejado.

A análise de Summa, Lara & Serrano vai na direção certa, mas é excessivamente agregada, pois não diferencia o setor industrial e o agrícola. Isto é relevante porque, ao contrário do que uma apreensão agregada das curvas de oferta e demanda do IBGE pode sugerir, os estoques industriais não cresceram, mas *diminuíram* no primeiro trimestre. O crescimento no segundo trimestre, por sua vez, é muito pequeno. O indicador de estoques industriais efetivos/planejados, sim, já aumentou em março, mas não se afastou muito do ideal e nem chegou ao pico de outras ocasiões em 2016.

Os dados, em suma, não indicam acumulação de estoques industriais no primeiro trimestre que limite o impacto futuro da demanda sobre a produção e o emprego. Aliás, a sondagem industrial de maio da CNI já mostrou recuperação da produção e aumento de 3% da ocupação da capacidade, o que explica a pequena acumulação de estoques neste mês.

Por outro lado, a acumulação de estoques depois da safra agrícola é uma característica inescapável e, em certo sentido, desejada na produção

de grãos, particularmente em meio a uma supersafra: é inescapável porque a demanda final se estende ao longo do ano, mas a safra se concentra em um período mais curto; é desejada porque os produtores com capacidade de financiamento de estoques evitam desovar a safra logo, para suavizar a queda de preços inevitável depois de uma grande colheita e vender mais tarde com preços melhores. No conflito pela distribuição da renda, as *tradings*, por sua vez, também procuram aumentar estoques no momento mais baixo do ciclo de preços. Em suma, em um ramo *flex-price* com oferta fixa a cada safra, por definição, não é a variação na ocupação da capacidade ociosa que reage à demanda final, mas os estoques (de produtores e *tradings*) e os preços.

É por isso que a divergência entre oferta e demanda agregada manifesta nos dados do IBGE não implicará necessariamente uma redução forte da oferta posterior: no caso da indústria porque os estoques não aumentaram no primeiro trimestre nem cresceram muito no segundo trimestre, e no caso da agricultura porque a supersafra de soja e milho vai aumentar a riqueza dos produtores e sua capacidade de investimento, cujo impacto na produção, contudo, vai depender de condições climáticas e só voltará a ocorrer em 2018. A curto prazo, o desempenho da oferta industrial vai depender do comportamento da demanda no segundo trimestre e da demanda esperada para os próximos, sobre o que se tecerá considerações adiante.

É importante saber se o impacto que a expansão agropecuária pode ter no resto da economia poderia compensar a estagnação do consumo das famílias e a retração do investimento. Os efeitos de multiplicação e transbordamento da expansão da renda agropecuária e dos ramos industriais exportadores para o mercado interno são incertos. No que tange à agricultura, a renda gerada pela supersafra não se concentrará apenas no primeiro trimestre, em parte porque a colheita se estendeu até maio e em parte por causa da referida capacidade de estocagem. Seu efeito de irradiação para outros ramos é incerto, mas não parece nem decisivo nem desprezível para uma recuperação mais do que semestral do PIB. O que se pode dizer é que as mudanças estruturais na agropecuária levam a um pequeno impacto direto sobre o emprego no campo, mas que pode se tratar hoje do ramo com maior impacto sobre o PIB por unidade de renda, considerando que seu vazamento para importações é muito pequeno e que há forte integração para frente e para trás com a indústria, os serviços e a infraestrutura.⁵

Isso não quer dizer que a agropecuária tenha condições de, em si, puxar o PIB, porque seu tamanho no PIB é pequeno. Para alguém da porteira, a agropecuária representa pouco mais de 5% do PIB. O agronegócio é bem

5 É a tese do estudo de Costa, Guilhoto & Imori (2013), que a defendem com base em simulações em modelo de insumo-produto.

maior (23,5% do PIB em 2016), mas sua capacidade de irradiação não pode ser exagerada. Em vários anos da década passada, um grande crescimento agropecuário se correlacionou com o agronegócio, mas não com o PIB (SERI-GATI, 2013). Em 2016, o PIB da agropecuária caiu -6,6%, mas o do agronegócio cresceu 4,48% e, evidentemente, não impulsionou a economia, pelo menos de imediato.⁶

No caso da automobilística, trata-se provavelmente do ramo de maior encadeamento da indústria brasileira. A geração de renda e seu efeito multiplicador dependerão muito da continuidade do grande aumento das exportações, que é tudo menos desprezível: crescimento de 50% do volume exportado de automóveis entre maio de 2017 em relação a 2016.

É digno de nota que houve aumento significativo das exportações de outros ramos industriais. Semimanufaturados e manufaturados expandiram exportações em 16,4% e 9,9% entre janeiro e maio de 2017 frente ao ano anterior. Como em outros momentos de austeridade da política econômica e contenção da demanda interna (1984 e 2004), uma recuperação do crescimento da economia mundial já voltou a contribuir para retirar a economia brasileira do fundo do poço graças ao aumento das vendas externas, mas ainda sem garantia de que consiga sustentá-la.

4. Por que a economia pode se recuperar e o que a atrasa?

A nova queda do investimento verificada no primeiro trimestre indica que a “credibilidade” da política econômica austera não trouxe nem trará efeito positivo sobre a acumulação de capital independentemente da recuperação da demanda final e seu efeito sobre a ocupação de capacidade ociosa. É importante registrar que a queda contínua do investimento, e sua acentuação nos últimos dois trimestres, ocorreu antes das denúncias de Joesley Batista ao presidente Michel Temer, de modo que a corrupção do governo não pode servir de álibi para os equívocos de política econômica.

Logo, se não pode contar com o investimento privado, a sustentação da recuperação verificada no primeiro trimestre dependerá da política econômica (como veremos), da sustentação das exportações, do tamanho de seu efeito-multiplicador e, principalmente, do que ocorrerá com o principal item de demanda no Brasil: o consumo das famílias. Este, por sua vez, depende do comportamento do emprego e seu rendimento médio, assim como das expectativas dos consumidores quanto a isto, de um lado, e da expansão do crédito e do comprometimento da renda com dívidas, de outro.

6 Para o PIB do agronegócio em 2016, ver CNA/USP (2017).

No que tange à confiança do consumidor, o Índice Nacional de Expectativa do Consumidor (Inec) teve em maio uma queda de 2,7% em comparação com abril. Confrontado com maio de 2016, o recuo foi de 4,4%. Se a reforma trabalhista for aprovada, a desconfiança do consumidor pode aumentar: nada menos que 89% dos trabalhadores entrevistados em pesquisa da CUT/Vox Populi divulgada em junho/2017 afirmaram que não esperam conseguir sustentar suas famílias depois da reforma trabalhista.

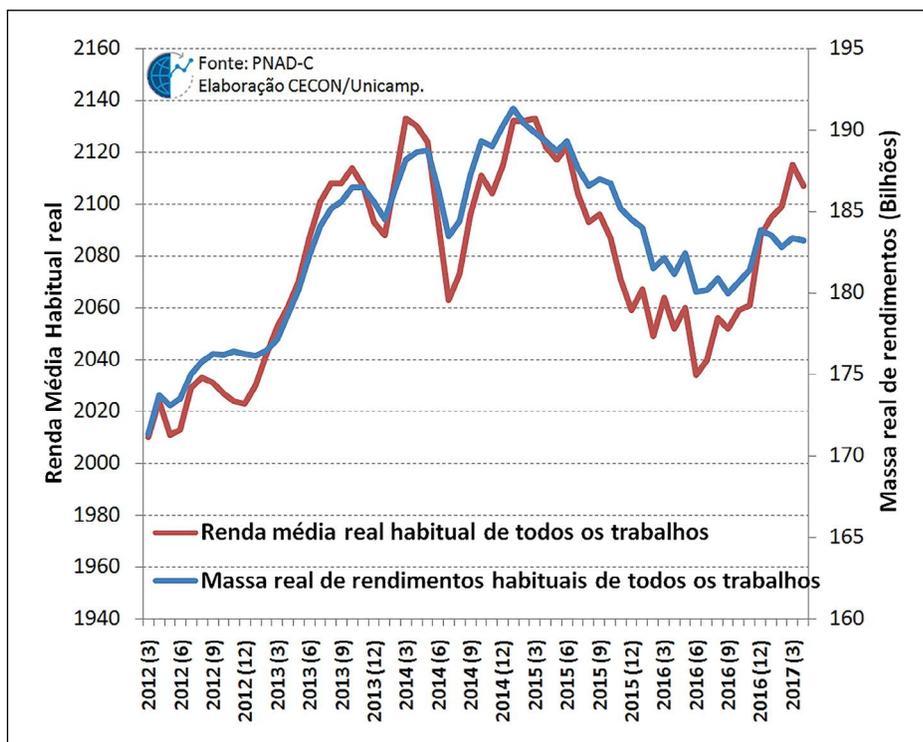
Isto aponta para uma contradição interna da austeridade e do neoliberalismo: tomar os salários apenas como custo (e não item de demanda) e imaginar que reduzir salários (supostamente elevando a empregabilidade e a competitividade) aumentará o nível de atividade e emprego. Como Keynes e Kalecki mostraram (ver BASTOS, 2017a), o fato de que os trabalhadores têm maior propensão a consumir implica que a redução salarial e a concentração da renda tendem a reduzir o nível de atividade e emprego, para não falar do aumento da propensão a poupar de trabalhadores ameaçados de desemprego.⁷

De todo modo, o fato de que o rendimento médio real já voltou a subir, ainda que pouco, é um fator anticíclico importante, ao contrário do esperado pelos defensores da austeridade. Há duas explicações possíveis que devem ser sujeitas a novas pesquisas: 1) a queda da inflação e a resposta dos trabalhadores à perda de renda real aumentaram a proporção dos reajustes que asseguravam o INPC para 80% no fim de 2016, enquanto os reajustes abaixo da inflação caíram para 10%, empatando com os reajustes acima (DIEESE, 2017); 2) o aumento do rendimento médio dos ocupados apesar do crescimento do desemprego é uma ilusão estatística relacionada ao fato de que os mais pobres perderam o emprego.

Segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD) para o trimestre de março a maio de 2017, o **rendimento médio real habitual** (R\$ 2.109) permaneceu estável frente ao trimestre anterior (R\$ 2.102) e teve pequeno aumento em relação ao mesmo trimestre de 2016 (R\$ 2.062). A **massa de rendimento real habitual** (R\$ 184,4 bilhões) também ficou estável nas duas comparações.

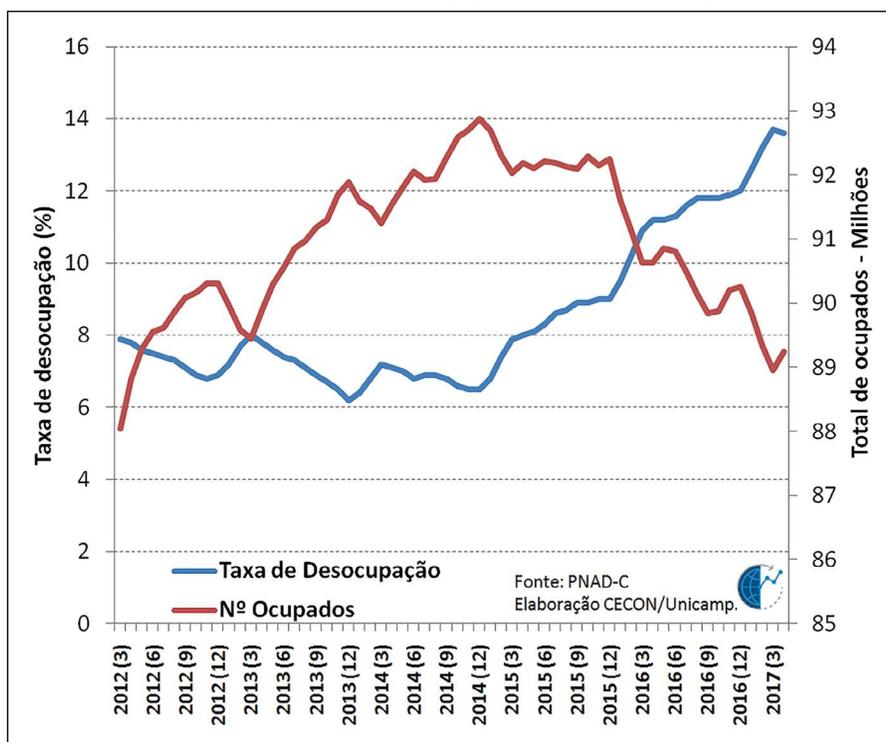
7 Como o sociólogo Wolfgang Streeck (2016, p. 15) lembrou recentemente, é difícil assegurar “the conversion of *insecure workers* – kept insecure to make them obedient workers – into *confident consumers* happily discharging their consumerist social obligations even in the face of the fundamental uncertainty of labour markets and employment.”

Gráfico 10 – Massa real de rendimentos habituais de todos os trabalhos e renda real média habitual de todos os trabalhos



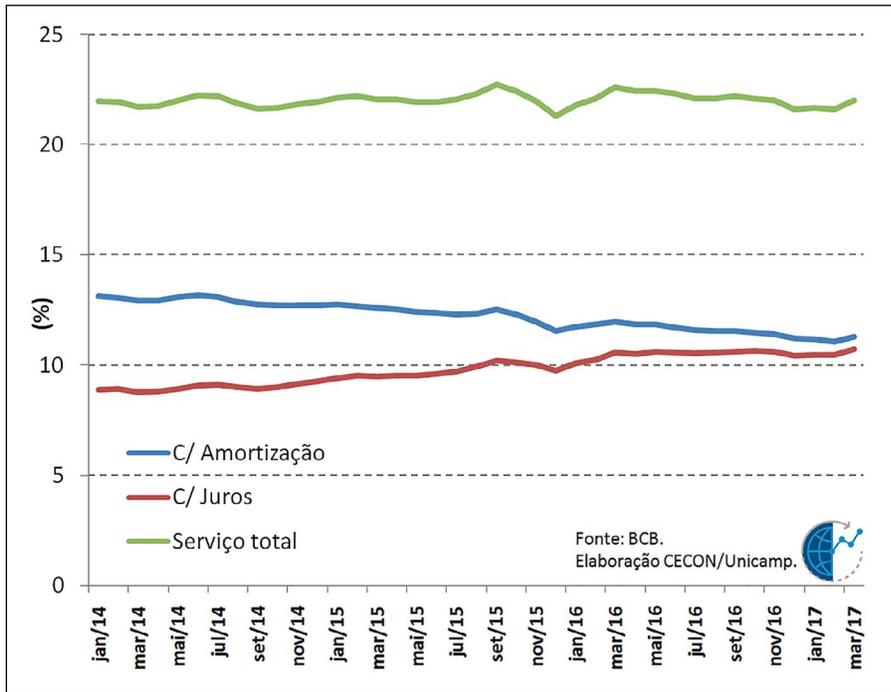
O nível de emprego também estabilizou, refletindo os fatores que determinaram a retomada da atividade e, provavelmente, o fato de que a maioria das empresas já demitiu os trabalhadores menos essenciais para suas atividades centrais. Segundo a PNAD para o trimestre de março a maio de 2017, a **taxa de desocupação** ficou em 13,3%, permanecendo estável em relação ao trimestre dezembro-janeiro-fevereiro. No mesmo trimestre do ano anterior, a taxa foi estimada em 11,2%.

Gráfico 11 – Taxa de desocupação e número de ocupados



Em relação ao trimestre anterior, os dados para população desocupada, população ocupada e nível de ocupação permanecem estáveis, mas com piora em relação ao mesmo trimestre no ano anterior. O número de **empregados com carteira de trabalho assinada** (33,3 milhões), por sua vez, apresentou redução frente ao trimestre dezembro-janeiro-fevereiro (-1,4% ou menos 479 mil pessoas) e no confronto com o trimestre de março a maio de 2016 (-3,4% ou redução de 1,2 milhão de pessoas). Porém o número de empregados sem carteira de trabalho assinada (10,5 milhões de pessoas) apresentou elevação em relação ao trimestre anterior (2,2%) e, em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, aumentou 4,1%, ou 409 mil pessoas.

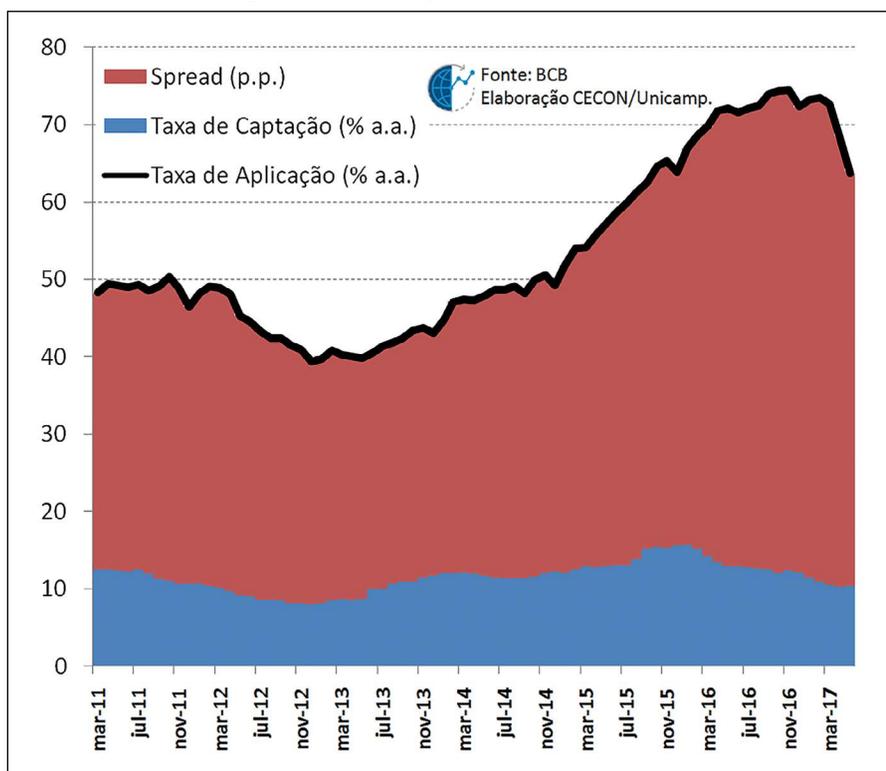
Gráfico 12 – Comprometimento da renda familiar com serviços financeiros



O alto desemprego e a pequena recuperação do rendimento médio real dificultam o processo de desendividamento das famílias. De fato, depois de mais de dois anos de crise, o comprometimento da renda das famílias com o serviço das dívidas estava em abril de 2017 praticamente no mesmo patamar de janeiro de 2015. O pagamento das dívidas diminuiu em quase um ponto percentual e meio o peso das amortizações na renda das famílias, mas a elevação de juros aumentou quase no mesmo tanto o comprometimento da renda com juros.

Isso ocorre porque o spread cobrado no crédito livre para as famílias aumentou muito ao longo de 2015 e 2016. A taxa de captação dos bancos mal aumentou (acompanhando a variação da SELIC), mas a taxa de aplicação aumentou 50% entre dezembro de 2014 e novembro de 2016, de 49,3% para 74,5%. O aumento da margem de lucro dos bancos exigiu maior esforço de poupança das famílias apenas para manter o mesmo comprometimento da renda com o serviço de dívidas.

Gráfico 13 – Spread bancário para Pessoas Físicas (crédito livre)



Em suma, na comparação trimestral, o emprego ainda não melhorou, o que é um limite importante para a recuperação. O patamar elevado do desemprego, o medo dos trabalhadores com a reforma trabalhista, o aumento da desigualdade entre os trabalhadores e a recuperação pífia do rendimento médio real limitam também o processo de desendividamento das famílias e, portanto, a recuperação do consumo, pressionado por grandes margens de lucro dos bancos comerciais.

Este conjunto de motivos ajuda a explicar porque a recuperação demora e porque será lenta, a despeito do empuxe das exportações e da oferta agropecuária. É importante lembrar que Keynes propunha política contracíclicas, mas admitia que a economia poderia se recuperar lentamente de modo endógeno. É verdade que, na ausência de fatores anticíclicos exógenos (na política macroeconômica ou nas exportações), Keynes afirmava que a retomada endógena seria muito mais lenta do que a queda durante a crise: na crise, a eficiência marginal do capital sofreria colapso súbito, acompanhada por elevação abrupta da preferência pela liquidez em contexto de incerteza radical, o que levaria tempo para reverter (Keynes, 1936, p. 314). Não obstante o chiste

“no longo prazo estaremos mortos”, Keynes calculava que, nas condições do século XIX, o “longo prazo” para a retomada cíclica endógena chegaria entre três e cinco anos (id., p. 317). Este seria o tempo necessário para que as empresas sobreviventes fossem induzidas a renovar estoques de capital depreciados ou obsoletos e seus estoques de bens armazenados. Ademais, como se sabe, Keynes também afirmava que a propensão a consumir tendia a aumentar depois que a crise tornasse a sociedade pobre a ponto de ter menor capacidade de poupar.

O prazo para a retomada era provavelmente mais longo no século XIX e na década de 1930 do que hoje, contudo, porque Keynes vivia em uma época em que 1) o prazo de obsolescência de equipamentos era talvez maior, 2) em que as empresas, antes do método *just-in-time*, acumulavam mais estoques, 3) em que preços e salários eram menos rígidos à queda (encarecendo o peso real de dívidas nas crises), 4) em que bens duráveis de consumo sujeitos à depreciação e obsolescência eram menos comuns, e 5) em que mal existiam estabilizadores automáticos que agissem independentemente de decisões de política econômica (EICHENGREEN, 2015).

Entre os estabilizadores atuais pode-se citar a ação semiautomática do Banco Central como emprestador em última instância, o que diminui o desdramatamento da crise em problemas bancários que alongam o momento de paralisia e preferência pela liquidez. Ademais, especialmente em países periféricos como o Brasil, a deflação dos preços de ativos locais incentiva investimentos externos em fusões e aquisições que “resolvem”, a curto prazo, o pagamento de dívidas por meio da desnacionalização do controle para grupos empresariais com maior capacidade financeira. Por outro lado, a expansão da alavancagem das empresas e a proliferação do sistema de crédito ao consumidor, inclusive em moeda externa, tende a aumentar o prazo necessário para que empresas e famílias reduzam seu endividamento, sobretudo quando a depreciação cambial encarece passivos externos. O mesmo ocorre quando um sistema bancário oligopólico é capaz de cobrar spreads elevados de empresas e famílias.

Dito isso, se a recuperação da crise no Brasil durará pelo menos cerca de três anos como no tempo de Keynes, tendendo a ser anêmica depois, é porque, a despeito do encurtamento dos ciclos de reposição de bens de capital, de bens de consumo durável e de estoques, e da existência de estabilizadores automáticos, a austeridade fiscal e monetária vem contendo a recuperação brasileira.

5. A austeridade transformou a desaceleração cíclica em uma crise e, agora, atrasa a recuperação

Antes de tudo, é importante notar que a austeridade fiscal foi revertida temporariamente em 2016, o que pode estar contribuindo para a recuperação, com a lentidão e as defasagens típicas depois de um colapso da eficiência marginal do capital e do aumento da preferência pela liquidez, refletidos no despencar do investimento, na retração e encurtamento do crédito e na elevação dos spreads bancários. A liberação do FGTS vai no mesmo sentido, ao contrário do retorno da austeridade fiscal em 2017, manifesta na redução da despesa primária em 4,3% reais até abril em relação ao primeiro quadrimestre de 2016.

Quando criticamos o impacto negativo da austeridade sobre o PIB e seu efeito contraproducente para a redução da relação dívida pública/PIB, é porque o *timing* da austeridade foi desastroso e decisivo para transformar a desaceleração cíclica vivida em 2014 na crise experimentada em 2015.

A economia não contraiu em 2014: houve um único trimestre de crescimento negativo (o segundo), e o resultado final foi uma expansão de 0,5% do PIB. De todo modo, a queda da rentabilidade das empresas (apesar das isenções fiscais) depois de um ciclo longo de endividamento de empresas e famílias, o boom de importações industriais, a deflação do preço das commodities, a operação Lava-Jato e a possibilidade de racionamento de água e energia eram poderosas forças que desaceleravam a economia.

Neste contexto, se a política econômica não foi capaz de sustentar o investimento privado com a oferta de subsídios financiados com a redução do investimento público e a redução do superávit primário, deveria pelo menos remediar o que não conseguiu prevenir. Na recomendação keynesiana clássica, tratava-se de aumentar o investimento público em 2015 para sustentar as receitas e as expectativas de demanda efetiva do setor privado, ao invés de produzir seu colapso em contexto de incerteza radical sobre o futuro.

Em outras palavras, a política econômica deveria governar e acalmar as convenções e facilitar a tentativa de desendividamento privado, evitando elevações bruscas dos custos e sustentando as receitas do setor privado, o que só seria possível com déficit público. Ao contrário, o governo resolveu competir com o setor privado por superávits, reduzindo as receitas privadas com corte do gasto público e elevando os custos privados com elevação de preços administrados, impostos federais e estaduais, taxa de juros e taxa de câmbio (ROSSI; MELLO, 2017; BASTOS; BELLUZZO, 2016; BASTOS, 2015).

Para completar a mudança das convenções, as promessas de Joaquim Levy de que continuaria cortando o que fosse necessário para correr atrás da

enorme queda de arrecadação e alcançar a meta fiscal irrealista jogaram as expectativas no terreno da incerteza radical, gerando o colapso abrupto da eficiência marginal do capital e a elevação brusca da preferência pela liquidez que caracterizam uma crise e a diferenciam de uma mera desaceleração cíclica. Se empresas e consumidores tivessem dúvidas quanto à necessidade de desalavancar dívidas, Levy assegurou-os que deviam redobrar o esforço de poupar, justamente porque sua promessa de cortar o gasto público (e as receitas privadas) tinha muita “credibilidade”. A espiral econômica descendente apoiada pela política econômica contribuiu, ademais, para aumentar a impopularidade da presidenta e as incertezas trazidas pela crise política.

A ideia de que a austeridade reduziria o consumo e ampliaria a poupança e o investimento repousa em uma falácia da composição: uma família ou uma empresa podem cortar sua despesa sem afetar sua receita por ser insignificante macroeconomicamente, mas a austeridade fiscal tende a aumentar a relação dívida pública/PIB por prejudicar o PIB e consequentemente a receita fiscal, tanto mais se for acompanhada de choques de custos, elevação de juros reais e convenções pessimistas quanto à demanda efetiva.⁸

Na Teoria Geral, Keynes (1936, p. 84) tratou da falácia da composição que Paul Samuelson, na primeira edição de *Economics* (1948) popularizou como o “paradoxo da poupança”: quando todos querem poupar, a retração do gasto reduz a renda nacional e, portanto, a poupança agregada. Nestas circunstâncias, a queda da receita fiscal também frustra a meta de poupança pública, e se o governo cortar gastos para acompanhar a receita menor, vai reduzir a renda privada e a poupança agregada ainda mais. É por saber que o aumento do superávit fiscal não é possível quando o setor privado gasta menos que Keynes (1937) afirmava que “o boom, e não a recessão, é o momento certo para austeridade no Tesouro”.

É por entender tardiamente o problema que, em 2016, o governo Dilma Rousseff propôs a elevação da meta de déficit primário para R\$ 96,7 bilhões, o que infelizmente ainda determinaria uma forte redução do gasto real em relação a 2015, dado o comportamento da arrecadação. O governo Temer foi mais prudente, aumentando de início a meta de déficit para R\$ 170,5 bi, para permitir que o governo gastasse mais mesmo que a arrecadação tributária continuasse despencando. Com isso, o gasto público real aumentou 5,3% em 2016, descontando o registro do pagamento de pedaladas de anos anteriores (OLIVEIRA, 2017).

8 Curiosamente, muitos relatórios oficiais e documentos de pesquisadores do FMI já reconheciam antes de 2014 (tardiamente, mas antes de Joaquim Levy e Nelson Barbosa) que a austeridade prejudica o crescimento e a relação dívida pública/PIB, como o principal bastião da austeridade expansionista passou a admitir, timidamente, em maio de 2017: ver Ban (2014) e Alesina *et al.* (2017).

Não se deve subestimar a política contracíclica realizada em 2016: a variação bruta da despesa representou um aumento de demanda de cerca de 1,7% do PIB. Segundo a Secretaria de Política Econômica (SPE, 2017), o resultado fiscal estrutural teve um impulso fiscal positivo de 0,9% do PIB em 2016, praticamente igual ao da política contracíclica de 2010. Ainda que parte da despesa tenha sido desperdiçada em itens de gasto com baixo efeito multiplicador (como elevação de salários para funcionários que já recebem além do teto do funcionalismo), seu multiplicador se estendeu por 2017, ajudando a explicar a recuperação.

O problema é que o abandono da austeridade foi curto demais, sendo substituído por novo aperto fiscal em um momento em que a economia ainda não se recuperara devidamente. Para 2017, a meta de déficit caiu para R\$ 139 bilhões, desconsiderando as lições tiradas do retorno precoce da austeridade em 2010 na Europa e em 2011 no Brasil (BLANCHARD; LEIGH, 2013; WOLF, 2014; EICHENGREEN, 2015). A aposta era que o “choque de credibilidade” e a política contracíclica levariam ao início da recuperação no segundo semestre de 2016 e a um crescimento de 1,5% do PIB em 2017 (BASTOS, 2017c).

Na realidade, a estagnação do desemprego e o baixo desempenho da arrecadação tributária já exigiu contingenciamento bimestral do orçamento público como o anunciado no final de março: R\$ 42,1 bilhões em cortes, além da reversão das desonerações da folha salarial que foi vetada ao governo Dilma (recentemente postergada). Graças a receitas extraordinárias, o contingenciamento caiu para R\$ 39b. em fins de maio, mas mantida a meta de déficit (R\$ 139 bilhões), o contingenciamento anunciado já determina uma queda do gasto público real em 2017 independentemente da emenda constitucional do teto do gasto.

Para dar uma ideia do tamanho dos cortes do governo central no primeiro quadrimestre de 2017 (em relação a 2016, que já tinha cortes enormes em relação a 2015 e 2014), as despesas discricionárias caíram -23,6%; o PAC caiu 64% (de R\$ 14,8 b. para R\$ 5,3b.), o MCMV, 77,3% (de R\$ 2,2 b. para R\$ 510m.). Por isto, não se pode descartar novos contingenciamentos ou, ao contrário, elevação de impostos, busca de receitas extraordinárias, pedaladas ou até um aumento da meta de déficit para além dos R\$ 139 bilhões inscritos em lei (o que serviu como pretexto para o impeachment em 2016).

A despesa real do setor público consolidado caiu 4,3% da no primeiro quadrimestre de 2017 (em relação a 2016), acentuando casos dramáticos como o do Rio de Janeiro. Se a taxa for repetida ao longo do ano (o que não é provável), a variação bruta da despesa terá subtraído em cerca de 1,4% a demanda agregada em 2017. Apenas o contingenciamento do governo central, de R\$ 39b., representará cerca de 0,6% do PIB.⁹

9 Se tomarmos como parâmetro a previsão de crescimento real do PIB de 0,5% do Relatório de Inflação do Banco Central (BCB, 2017, p. 31-2) e um deflator implícito do PIB de 3,0% em 2017. Do ponto de vista do

O impacto contracionista da austeridade será tanto maior porque continuará afetando o investimento público e aumentando a desigualdade ao cortar o gasto social e serviços públicos de que depende a população mais carente, mas preservando interesses poderosos como rentistas da dívida pública, empresários subsidiados, camadas médias isentadas de tributos em gastos médicos e educacionais, funcionários públicos com salário acima do teto. Se austeridade não gera crescimento, pode ser que o objetivo dos que a propõe seja este por estarem desinformados, ou pode ser que não seja gerar crescimento, embora não possam admitir. Se não for o crescimento, o objetivo da austeridade pode ser exatamente o de trazer os efeitos que traz: distribuir ganhos para rentistas e empresários, e prejuízos para trabalhadores e cidadãos carentes, sob o argumento que o aumento da poupança é prioridade para restaurar o crescimento.

Os meios de distribuir ganhos e prejuízos são três: primeiro, a austeridade reduz o consumo dos trabalhadores, ou melhor, aumenta o poder econômico dos empregadores (“poupadores”) sobre os trabalhadores (“consumidores”). A austeridade inicia a transferência de renda de trabalhadores para empregadores por meio da queda do salário real e da piora das condições de trabalho, enquanto o desemprego aumenta a disciplina sobre os empregados através da ameaça de demissão. O que é iniciado por ela, alegam seus defensores, deve ser institucionalizado pela Reforma Trabalhista.

Segundo, a austeridade transfere renda de cidadãos dependentes de serviços e transferências públicas para credores da dívida pública, beneficiários da grande elevação das taxas de juros que a austeridade implica, assim como outros interesses poderosos. Nada pode criar desconfiança quanto à independência do banco central para elevar taxas de juros como solicitado pelos rentistas e pelos economistas que representam sua opinião pública, nem quanto à subordinação do orçamento fiscal às necessidades crescentes da dívida pública que paga os maiores juros do mundo. O que é iniciado pela austeridade, alega-se, deve ser institucionalizado pelas reformas constitucionais do Teto do Gasto Público e da Previdência Social.

Terceiro, a austeridade abre o caminho para subordinar a democracia, ou melhor, o “populismo econômico”, às regras neoliberais de gestão do orçamento público e da política monetária. Só o controle austero sobre a inflação,

resultado fiscal estrutural, o contingenciamento de R\$ 42,1 bilhões geraria um impulso fiscal negativo de 0,49% do PIB pelo setor público consolidado, sendo de -0,58% do PIB pelo governo central (SPE, 2017). É provável que a lei do teto do gasto novamente não limite a despesa pública em 2018 tanto quanto a meta de superávit primário, justamente por não os limitar mais do que o fará a meta de superávit primário em 2017. Como a meta de superávit primário forçará uma queda do gasto além do limite colocado pela lei do teto em 2017 (caso a frustração da arrecadação continue), o gasto poderá aumentar em 2018 mais do que a mera correção pela inflação do gasto executado em 2017 (como determina a lei do teto), pois terá por base o limite do gasto possível (não alcançado pela execução efetiva) em 2017. O limite efetivo de gasto em 2018, por sua vez, dependerá da manutenção ou de uma nova mudança na meta de superávit primário e da evolução da arrecadação.

que supostamente resulta do excesso de emprego, de salários e de consumo público, pode proteger a poupança e assegurar o crescimento. Enquanto o Banco Central deve ser gerido por tecnocratas insulados da democracia e, portanto, capazes de cortar o nível de emprego para evitar a inflação dos salários, a regra constitucional do Teto do Gasto Público impede que pressões democráticas elevem a oferta de serviços públicos acima da inflação, para não falar do PIB.

Em outras palavras, a austeridade institucionalizada pelas reformas neoliberais aprofunda a desigualdade e gera um efeito contracionista duradouro: gastos com grande efeito multiplicador como investimento público, saúde e educação devem reduzir em termos per capita, enquanto o aumento futuro da arrecadação será destinado unicamente para a dívida pública, que tem um efeito multiplicador muito menor. Ademais, o governo será impedido de realizar política contracíclicas, voltando a transformar desacelerações cíclicas em recessões profundas.

É verdade que a austeridade tem um efeito retardado que amplia a capacidade de gasto dos portadores de títulos públicos: ela aumenta sua riqueza (e não a poupança corrente). Segundo pesquisadores do IPEA (2010; 2011), o multiplicador do pagamento de juros é baixo, 0,71. Seu efeito, contudo, se acumula no tempo e muda na conjuntura. Quando os juros caem, portadores de títulos podem ser estimulados a transferir parte da riqueza financeira multiplicada pelos juros elevados para ativos reais, de modo que este efeito-riqueza anima um pouco o gasto em consumo de luxo capitalista e em investimentos na compra e modernização de ativos públicos e privados deflacionados pela recessão.

Hoje, este pequeno efeito “contracíclico” da austeridade pode reforçar, temporariamente, o impulso fiscal de 2016, o impacto da elevação da oferta agropecuária e das exportações para tirar a economia do fundo do poço onde foi colocada pela própria austeridade, mas a economia que sairá da recessão e das reformas neoliberais será muito mais desigual e menos dinâmica do que a que entrou nelas. Há evidências internacionais de que a desigualdade diminui a intensidade e a duração das fases de expansão (BERG; OSTRY, 2011; OSTRY; BERG; TSANGARIDES, 2014).

Para uma sociedade com tamanha heterogeneidade estrutural como a brasileira, imitar e constitucionalizar o que a globalização da desigualdade tem de pior é uma prescrição para fragilidade econômica, mas também uma receita para instabilidade política.

REFERÊNCIAS

ASSIBGE. **Nota de Esclarecimento e Pedido de Retificação**. Disponível em: <https://goo.gl/4m7392>. 2017a.

ASSIBGE. **29 de maio**: 81 anos de existência do IBGE, Dia do Estatístico e do Geógrafo. Disponível em: <https://goo.gl/uo4cyP>. 2017b.

BAN, C. Is There More Room to Negotiate with the IMF on Fiscal Policy? Boston University: **GEGI Working paper**, nov. 2014.

BASTOS, P. P. Z. Economia Política da Integração da América do Sul no mundo pós crise. **Observatório da Economia Global**. Disponível em: <http://www.iececon.net/foco.htm>. Campinas: UNICAMP, 2012.

BASTOS, P. P. Z. “Austeridade permanente? A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas no Brasil.” *In*: BELLUZZO, L. G.; BASTOS, P. P. Z. **Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do Governo Dilma Rousseff**. São Paulo: Carta Maior e FES, 2015. Disponível em: <https://goo.gl/WnWZ7r>.

BASTOS, P. P. Z. A “fada da confiança” não vai resolver a crise. **Carta Capital**, 16 dez. 2016. Disponível em: <https://goo.gl/Eo5y7C>.

BASTOS, P. P. Z. Macroeconomia e mercado de trabalho: as principais teorias e o Brasil contemporâneo. 2017a. **Revista Ciências do Trabalho**, n. 7, abr. 2017. Disponível em: <https://goo.gl/xDxjfd>.

BASTOS, P. P. Z. O saque neoliberal do FGTS. 2017b. **Carta Capital**, 16 mar. 2017. Disponível em: <https://goo.gl/NVxJeg>.

BASTOS, P. P. Z. (2017c) Ajuste fiscal: o feitiço contra o feiticeiro. **Carta Capital**, 06 abr. 2017. Disponível em: <https://goo.gl/q3B9XB>.

BASTOS, P. P. Z. (2017d) IBGE muda estatísticas: Contabilidade criativa?, **Carta Capital**, 24 abr. 2017. Disponível em: <https://goo.gl/2NduvZ>

BASTOS; BELLUZZO. Uma crítica aos pressupostos do ajuste econômico, **Folha de São Paulo**, 09 out. 2016. Disponível em: <https://goo.gl/ox6BXC>.

BASTOS; HIRATUKA. **A política econômica externa do governo Dilma Rousseff: comércio e cooperação internacional.** Texto para discussão, n. 306. Campinas: Unicamp, 2017. Disponível em: <https://goo.gl/VTX3hn>.

BCB. **Relatório de Inflação**, jun. 2017.

BERG; ANDREW; JONATHAN OSTRY. Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin? **IMF Staff Discussion Note**, Washington: International Monetary Fund, n. 11/08, 2011.

BIELSCHOWSKY, R. (ed.), (coord.). **Investimento e Reformas no Brasil, infraestrutura e indústria nos anos 1990.** Brasília: Ipea/Cepal, 2002.

BLANCHARD; OLIVIER; DANIEL LEIGH. Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. **IMF Working Paper**, Washington: International Monetary Fund. n. 13/1, 2013.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Protecionismo ou neutralização da doença holandesa? **Portal Vermelho**, 16 mar. 2017. Disponível em: <https://goo.gl/LbT5F7>.

CNA/USP. **PIB do Agronegócio BRASIL.** Disponível em: <https://goo.gl/5vGDbB>. 2017.

COSTA, C. C. D.; GUILHOTO, J. J. M.; IMORI, D. Importância dos setores agroindustriais na geração de renda e emprego para a economia brasileira. **Revista de Economia e Sociologia Rural**, v. 51, n. 4, p. 787-814, 2013.

DWECK, E. Fim da recessão ou ilusão estatística? **Brasil Debate**, 16 maio 2017. Disponível em: <https://goo.gl/mPMZgi>.

DIEESE. Balanço das negociações dos reajustes salariais de 2016. **Estudos e Pesquisas**, n. 83, mar. 2017.

EICHENGREEN, B. **Hall of Mirrors: The great depression, the great recession, and the uses-and misuses-of history.** New York, NY: Oxford University Press, 2015.

HIRATUKA; NEGRI. Notas sobre a influência da origem do capital sobre os padrões regionais de comércio exterior brasileiro. **Revista Economia, Curitiba**, 28/29, (26-27), p. 333-360, 2002/2003.

IPEA. Efeitos econômicos do gasto social no Brasil. *In: IPEA Perspectivas da política social no Brasil*. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasília: Ipea, 2010.

IPEA. Gastos com a Política Social: alavanca para o crescimento com distribuição de renda. **Comunicados do Ipea**, n. 75, 2011.

KEYNES, J. M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. Cambridge: Macmillan and Cambridge University Press. 1936.

IPEA. How to Avoid a Slump. **The Living Age**, v. 352, n. 4446, p. 8-14, 1 mar. 1937. Disponível em: <http://www.unz.org/Pub/LivingAge-1937mar>.

OLIVEIRA, R. Dados mostram forte alta de gastos no ano passado. **Valor Econômico**, 31 jan. 2017.

OSTRY; BERG; TSANGARIDES. Redistribution, Inequality, and Growth, **IMF Staff Discussion Note**. Washington: International Monetary Fund, n. 14/02, 2014.

ROSSI, P.; MELLO, G. Choque recessivo e a maior crise da história: A economia brasileira em marcha à ré. **Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP**: Nota do Cecon, n. 1, abr. 2017.

SALES, R. Pesquisas de janeiro podem sofrer novos ajustes, diz IBGE, **Valor Econômico**, 20 abr. 2017.

SCHWARTSMAN, A. **Efeitos da queda do juro deverão ser sentidos no segundo semestre**, 2017. Disponível em: <https://goo.gl/UPYYR3>.

SERIGATI, F. A agricultura puxa o PIB? **AgroANALYSIS**, v. 33, n. 02, p. 13-14, 2013.

SILVA, C. Em dois anos, setor automotivo tem 200 mil cortes, **EXAME.com**, 12 set. 2016. Disponível em: <https://goo.gl/BgUKap>.

SPE. **Resultado Fiscal Estrutural**. maio 2017. Disponível em: <https://goo.gl/R59Qrd>.

STREECK, W. **How Will Capitalism End?** Essays on a Failing System. London: Verso 2016.

SUMMA; LARA; SERRANO. PIB, demanda efetiva e variação de estoques: uma visão pessimista do que já ocorreu em 2017. **Brasil Debate**, 14 jun. 2017. Disponível em: <https://goo.gl/BaJ2h>.

WOLF, M. **The shifts and the shocks**: What we've learned--and have still to learn--from the financial crisis. Penguin. 2014.

CAPÍTULO 3

A CONTRAÇÃO DO PIB NO PRIMEIRO TRIMESTRE E O RISCO DE RECESSÃO EM 2019

*Pedro Paulo Zahluth Bastos
Arthur Welle
Gabriel Petrini*

1. O que indica o PIB do primeiro trimestre?

O resultado do PIB do primeiro trimestre de 2019 é frustrante em todos os aspectos, considerando que a previsão média do mercado financeiro no final de 2018 era de um crescimento de 3% para 2019.

A queda de 0,2% é pequena, mas aponta para o desapontamento não apenas das previsões feitas em dezembro de 2018, mas também para as da semana passada. No último boletim FOCUS de 24 de maio, a mediana das previsões de crescimento era de 1,23% em 2019.

Será preciso um crescimento de 0,7% a cada trimestre sobre o imediatamente anterior para que a última previsão do FOCUS se concretize¹. Passar de contração de 0,2% para crescimento de 0,7% em cada um dos três trimestres seguintes é pouco provável pelos motivos elencados a seguir.

2. Qual o motivo fundamental da retração do PIB?

Como o Cecon-Unicamp aponta há muitos anos, o erro sistemático de previsões resulta da subestimação da importância da demanda efetiva e de sua dinâmica cíclica. O consumo das famílias desacelerou nos últimos dois trimestres. E em nenhum momento desde a recuperação em 2017 chegou perto das taxas verificadas antes da crise.

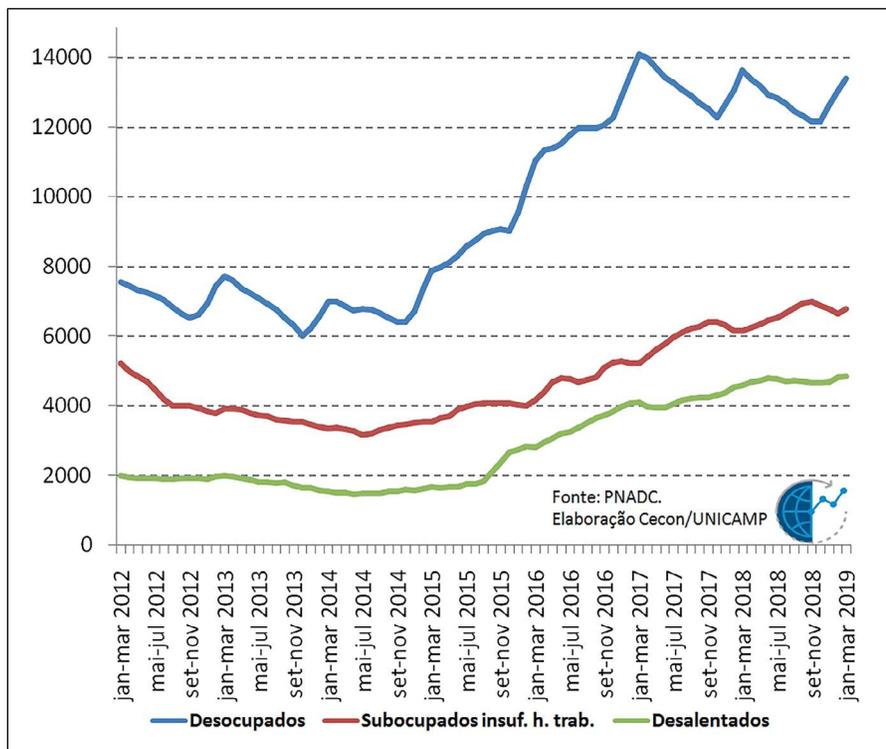
Como previmos na nota 2 do Cecon em julho de 2017², haveria a partir de 2017 uma recuperação do consumo para recompor estoques depreciados

1 A partir da série encadeada do índice do volume trimestral com ajuste sazonal fornecida pelo IBGE, a média do índice para o ano de 2018 é de 166,9. Para que a taxa média de 2019 seja 1,23% (expectativa Focus) maior que a do ano anterior, é necessário que os trimestres subsequentes cresçam 0,7%. Aplicando o mesmo raciocínio para que a taxa média seja 1%, os demais trimestres de 2019 precisam crescer 0,55%.

2 Reproduzida como o capítulo anterior desse livro.

de bens duráveis depois do esforço de redução do endividamento das famílias. No entanto, a recuperação seria limitada pelo alto desemprego, pela pequena recuperação do rendimento médio real e pelo medo da perda de emprego formal com a reforma trabalhista (segundo os *surveys* na época).

Gráfico 1 – Subutilização da força de trabalho na semana de referência³

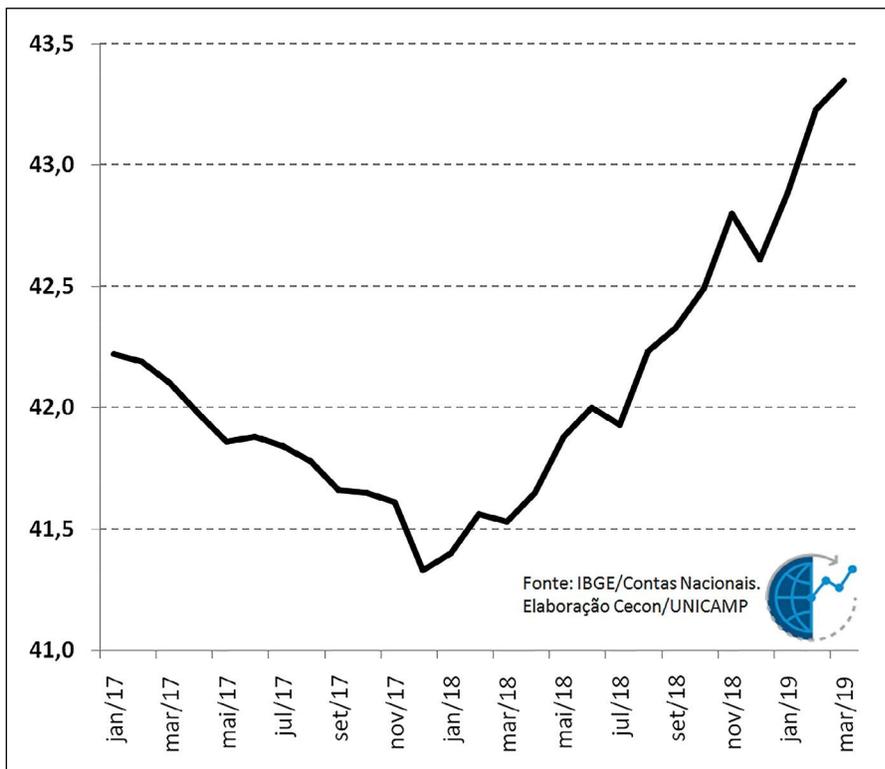


É pouco provável que o consumo das famílias acelere no ritmo necessário para atender à previsão do FOCUS, dado o aumento da taxa de desemprego e da desigualdade dos rendimentos do trabalho identificada na última pesquisa PNAD Contínua Trimestral.

Também limitará o crescimento do consumo a desaceleração do crescimento do crédito para as famílias, a despeito da queda da taxa de inadimplência, assim como o aumento dos spreads bancários. É improvável que os bancos revertam a postura cautelosa diante dos dados recentes de desemprego, de desigualdade de rendimentos e de endividamento das famílias.

3 A partir do 4º trimestre de 2015 houve mudança de conceito na subutilização da força de trabalho por insuficiência de horas trabalhadas. Anteriormente, considerava-se no cálculo do indicador as horas efetivamente trabalhadas e, a partir do referido trimestre, as habitualmente trabalhadas. Por conta disto, equalizamos o patamar da série até 2015 para manter a comparação com a série na atual metodologia.

Gráfico 2 – Endividamento das famílias com o sistema financeiro nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses



As exportações, por sua vez, foram essenciais para a recuperação em 2017, dada a fraqueza da demanda interna. Nos primeiros cinco meses de 2019, sua retração colabora com a debilidade da demanda interna para a contração do PIB registrada pelo IBGE. O forte recuo trimestral (-1,9%) reflete a desaceleração mundial e regional. Por esta razão, é pouco provável que venha do setor externo a salvação do PIB de 2019, dada a desaceleração das principais economias e as incertezas provocadas pelo Brexit e pela guerra comercial entre EUA e China.

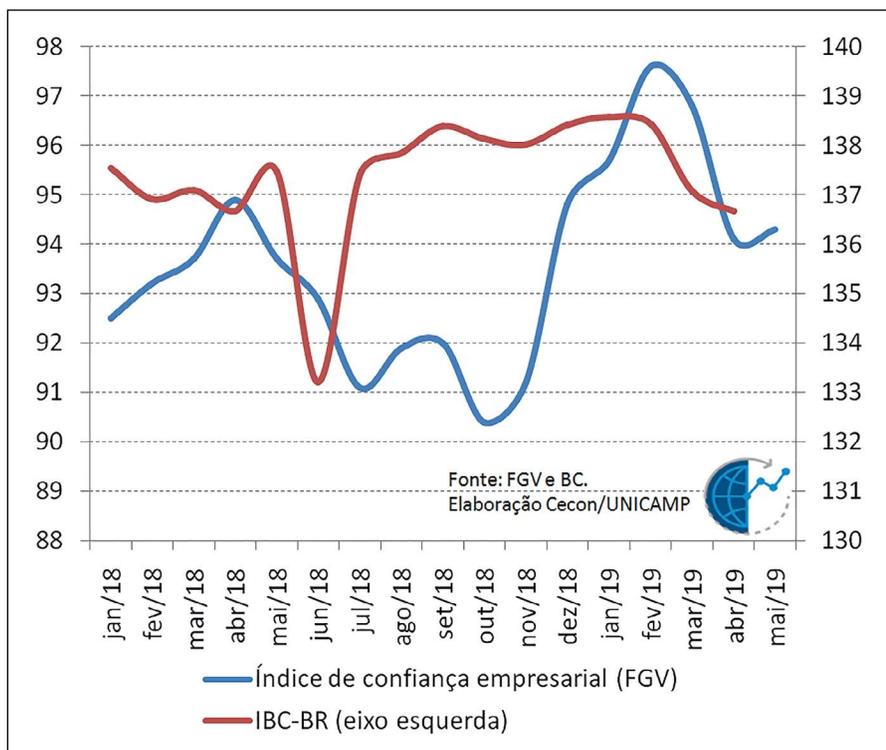
3. Por que o aumento da confiança empresarial não recuperou o investimento?

A eleição de Jair Bolsonaro provocou grande aumento da confiança empresarial (20% entre outubro e novembro), *boom* da cotação das ações de empresas de capital aberto (Ibovespa) e, pouco tempo depois, grande otimismo a respeito do crescimento do PIB em 2019. O otimismo resultava do fato que

Bolsonaro propunha radicalizar os cortes no gasto público, nos benefícios previdenciários (líquidos das contribuições) e nas proteções do emprego formal (carteira verde-amarela).

O aumento do otimismo com o PIB de 2019 foi ainda mais surpreendente (à luz dos impactos *contracionistas* da austeridade desde 2015) porque a dinâmica da demanda efetiva não justificava o aumento da confiança empresarial verificado entre outubro e novembro de 2018. Afinal, a demanda desacelerava no último trimestre de 2018.

Gráfico 3 – Índice de Confiança empresarial (FGV) e IBC-BR



Tamanho otimismo com o PIB de 2019 só pode resultar da crença que o aumento do investimento privado provocado pela explosão da confiança empresarial compensaria eventual efeito negativo dos cortes propostos na demanda pública e no consumo dos assalariados e aposentados.

Contudo, o erro de previsão sobre a “austeridade expansionista” foi novamente espetacular. A formação bruta de capital fixo caiu fortemente (-1,7%) a despeito do imenso crescimento da confiança empresarial anterior. Se o investimento fosse determinado pela confiança empresarial na política

econômica e no governo, teria apresentado grande recuperação. A confiança só caiu no segundo trimestre.

De todo modo, a última pesquisa do BTG Pactual apontou que, na opinião dos empresários, a fraqueza da demanda é o principal obstáculo aos investimentos, acima da incerteza política. Esta também não é favorecida com a enorme dificuldade de cumprir as regras rígidas do novo regime fiscal (como explicado na nota 2 do Cecon, reproduzida no capítulo anterior desse livro) em ambiente econômico recessivo e arrecadação fiscal estagnada ou em queda.

É recomendável que os economistas consultados pelo boletim FOCUS prestem mais atenção à dinâmica da demanda efetiva e da capacidade ociosa ao fazerem previsões sobre o impacto positivo da austeridade. Aquilo que aumenta a confiança e a cotação de ativos financeiros transacionados em mercados secundários pode ter efeitos contrários sobre a demanda e os fluxos de vendas que determinam o grau de capacidade ociosa do capital imobilizado e os incentivos para o investimento produtivo e para a geração de empregos.

4. O IBGE não capta o impacto da austeridade fiscal sobre o PIB trimestral

Por motivos cuja explicação foge ao escopo desta nota, a metodologia de cálculo do IBGE capta melhor a oferta de serviços públicos do que o dispendio público e seu impacto sobre a demanda agregada.

Para isto, é melhor recorrer às fontes que captam a evolução do gasto público, ou seja, o Tesouro Nacional para o governo federal e o Banco Central para os demais entes do setor público.

Felizmente os dados para o primeiro trimestre estão disponíveis. Em março, o gasto federal (cerca de 20% do PIB) caiu 3,2% em relação ao mesmo mês do ano anterior. No acumulado do primeiro trimestre (contra o mesmo trimestre do ano anterior), o corte é de 1,2%, o que subtrai o PIB em cerca de 0,24%.

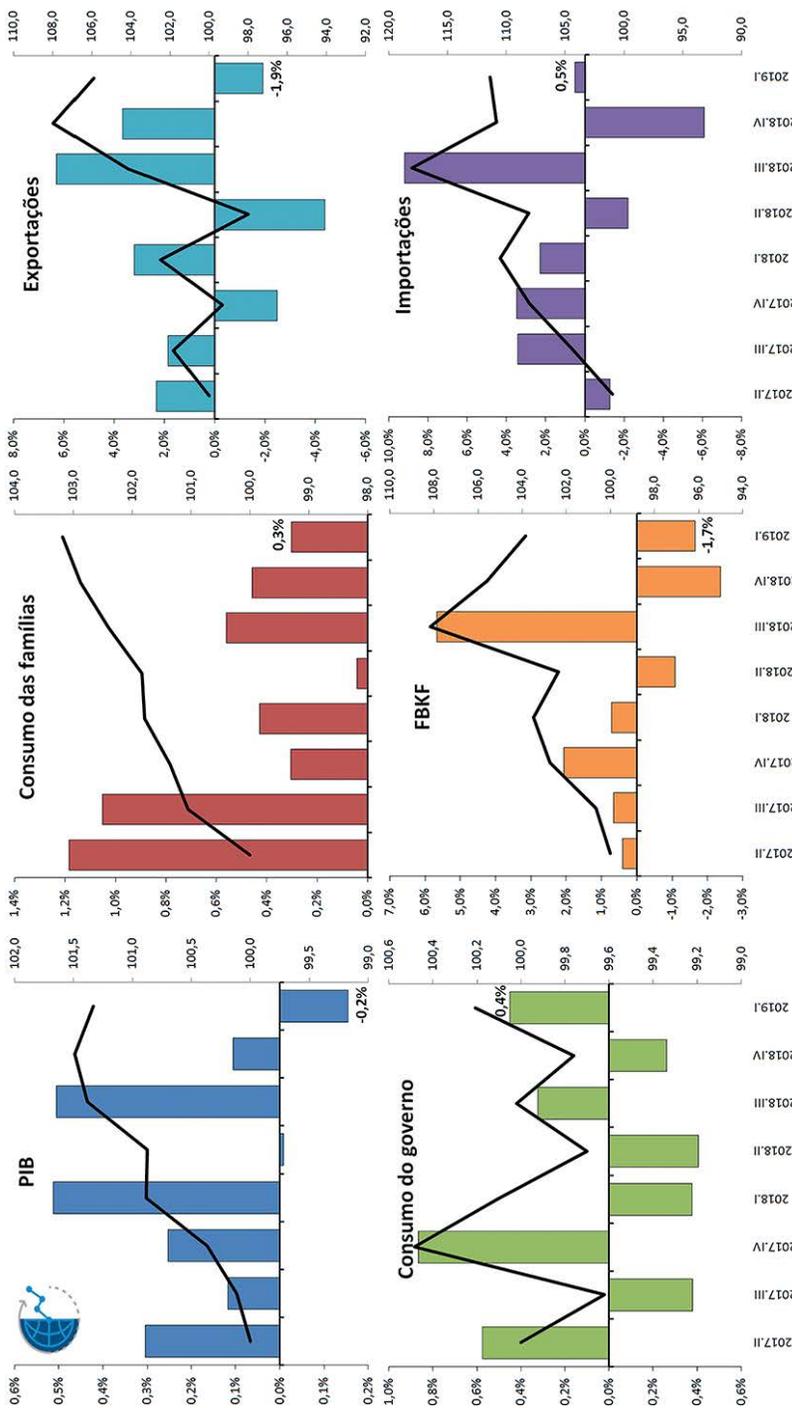
O corte nos governos regionais foi muito profundo segundo o Banco Central, gerando um superávit de cerca de 1% do PIB. Neste caso, saímos de déficit de R\$ 10,5 bilhões no último trimestre de 2018 (cerca de 0,6% do PIB trimestral) para um superávit de R\$ 17 bilhões.

O anúncio dos cortes, como se sabe, estimulou a confiança de gestores financeiros e ganhos de capital na bolsa de valores e no mercado de títulos. É bom que se reconheça que o custo disto se paga em termos de perda de qualidade de serviços públicos e contração de vendas de bens e serviços do setor privado para o setor público, com impacto negativo sobre o crescimento econômico e sua qualidade.

Como previmos na nota 2 do Cecon (reproduzida no capítulo anterior), a economia que saiu da maior crise da história é menos dinâmica do que a que entrou nela, por causa do novo regime fiscal, do grande nível de capacidade ociosa deixado pela crise e do aprofundamento da desigualdade e do risco de perda de renda de assalariados e aposentados.

A menos que a economia mundial frustre positivamente as expectativas de desaceleração e se recupere a ponto de puxar magnificamente as exportações brasileiras, o cenário da demanda interna e portanto do PIB e do emprego é mais do mesmo, sobretudo se o governo dobrar a aposta na “austeridade expansionista”.

Painel 1 – Fatores da demanda, série encadeada do índice de volume trimestral com ajuste sazonal
Eixo direito: 1ºT2017 = 100 (linhas); Eixo esquerdo: trimestre contra trimestre anterior (barras)



Fonte: Contas Nacionais trimestrais, elaboração Cecon/UNICAMP.

REFERÊNCIAS

BASTOS, P. P. Z. “Austeridade permanente? A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas no Brasil.” *In*: BELLUZZO, L. G.; BASTOS, P. P. Z. **Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do Governo Dilma Rousseff**. São Paulo: Carta Maior e FES, 2015. Disponível em: <https://goo.gl/WnWZ7r>.

BASTOS, P. P. Z. A “fada da confiança” não vai resolver a crise. **Carta Capital**, 16 dez. 2016. Disponível em <https://goo.gl/Eo5y7C>.

BASTOS, P. P. Z. Macroeconomia e mercado de trabalho: as principais teorias e o Brasil contemporâneo. **Revista Ciências do Trabalho**, n. 7, abr. 2017. Disponível em <https://goo.gl/xDxjFD>.

BASTOS, P. P. Z. A loucura da austeridade e o grande salto para a recessão. **Carta Capital**, 23 maio 2019. Disponível em <http://bit.ly/2WhKoxN>.

BASTOS; BELLUZZO. Uma crítica aos pressupostos do ajuste econômico, **Folha de São Paulo**, 09 out. 2016. Disponível em <https://goo.gl/ox6BXC>.

BASTOS, P. P. Z.; WELLE, A.; OLIVEIRA, A. L. M. Há uma recuperação sustentada da economia brasileira? O PIB de 2017 e o peso da austeridade. Campinas, 11 jul. 2017. **Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP**: Nota do Cecon, n. 2, jul. 2017. Disponível em <http://bit.ly/2M6FCyr>.

MELLO, G.; WELLE, A.; OLIVEIRA, A. L. M. A crise prossegue: baixo crescimento e alta desigualdade no Brasil pós-recessão. **Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP**: Nota do Cecon, n. 3, 9 maio 2018. Disponível em <http://bit.ly/2Wl6Ar7>.

ROSSI, P.; MELLO, G. Choque recessivo e a maior crise da história: A economia brasileira em marcha à ré. **Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP**: Nota do Cecon, n. 1, abr. 2017.

ROSSI, P.; MELLO, G.; BASTOS, P. **Economic Growth under the Worker’s Party Administrations in Brazil: a Furtadian View on the Limits to Development**. Latin American Perspectives (no prelo). 2019.

CAPÍTULO 4

A INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA DURANTE A CRISE ECONÔMICA

Marco Antonio Rocha

Arthur Welle

João Victor Machado

Os resultados da Pesquisa da Indústria Anual 2017, lançada em junho, forneceu um interessante retrato preliminar sobre os efeitos da crise na indústria brasileira. Ainda que contendo os dados até 2017, a pesquisa apresentou algumas informações importantes sobre o processo de ajuste das empresas industriais ao cenário de crise. O longo processo de crise estrutural da indústria brasileira fez com que o setor produtivo sentisse a retração da economia de modo particularmente severo, avançando em um perfil de especialização setorial centrado na produção de bens de consumo não duráveis, com os efeitos da crise sendo mais acentuados justamente nos setores de insumos básicos e bens de capital.

A crise também levou a participação da indústria de transformação no PIB ao seu percentual mais baixo ao longo de mais de meio século. Para efeito de comparação, em 2017 a indústria de transformação foi responsável por cerca de 12% do valor adicionado total na economia brasileira, patamar próximo à participação da indústria nacional ao fim da década de 1940. A indústria de transformação, que já vinha perdendo participação no PIB desde o final da década de 1980, após 2008 teve reduzida de forma ainda mais acelerada sua participação no valor adicionado, com o atual patamar se estabilizando após 2014 em um nível, como dito, significativamente baixo em termos históricos.

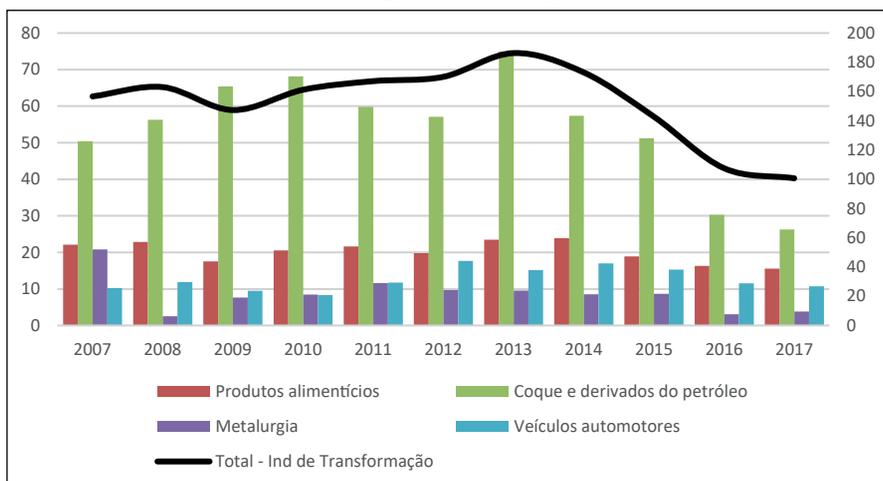
Em relação ao começo da Crise Internacional de 2008, o único setor relevante que expandiu sua participação relativa no total da indústria de transformação foi a fabricação de produtos alimentícios. Vale notar que esse setor também abrigou um intenso movimento de concentração da sua estrutura empresarial durante esses anos, com formação de pelo menos duas grandes empresas internacionalizadas – BR Foods e JBS – o que contribuiu para a consolidação de certa especialização setorial da indústria nacional ao longo dos anos pós-crise.

Segundo os dados do IBGE, essa especialização também ocorreu em termos regionais, sendo que das 27 Unidades da Federação, 16 delas possuem a fabricação de produtos alimentícios como a principal atividade industrial. A fabricação de produtos alimentícios tornou-se, por exemplo, a principal atividade da indústria de transformação de todos os estados da região Sul, além de Minas Gerais e São Paulo. Para a consolidação desse cenário, teve igualmente influência a forma como a crise afetou de forma desigual os setores industriais, atingindo de forma menos drástica os setores de menor elasticidade-renda, como os bens de consumo não-duráveis.

Os setores de bens de consumo também foram menos afetados pela suspensão do ciclo de investimentos da Petrobrás após 2014, mas que já havia dado sinais de redução do ritmo desde 2010. A redução da demanda exercida pelos investimentos da Petrobrás foi mais sentida nos setores que estavam diretamente ligados aos projetos de investimento, como os setores de metalurgia e produtos de metal, por exemplo. A evolução recente do investimento e da lucratividade da indústria de transformação reflete bem esse ponto.

Quando observada a evolução do investimento da indústria de transformação a partir do aumento líquido do estoque do ativo imobilizado (aquisições menos as baixas no estoque do ativo imobilizado), a queda é concentrada nos setores mais ligados a cadeia parapetroleira, com especial ênfase no setor metalúrgico e fabricação de coque e derivados do petróleo, no período posterior a 2014. Pelo menos analisando a aquisição de capital fixo pela indústria de transformação, a redução foi concentrada em um conjunto relativamente pequeno de setores, embora tenha sido significativa nesses casos. Na maior parte dos setores relevantes, a taxa de investimento já estava em patamares significativamente baixos após a crise de 2008, tendo pouco variado nesse período.

Gráfico 01 – Aquisição líquida de ativo imobilizado (em bilhões de reais, preços de 2016) – 2007-2017

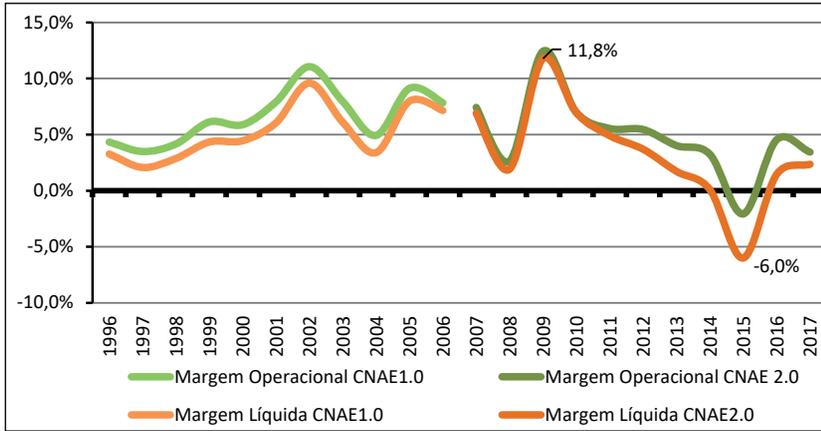


Fonte: elaboração própria Cecon/IE-unicamp, a partir da PIA-Empresa. (eixo direito: Total – ind. De transformação).

A lucratividade da indústria também apresentou uma evolução similar. Após ter um período com certo crescimento ao longo da década de 2000, atingindo um pico em 2010, a queda foi acentuada em praticamente todos os setores. A queda da lucratividade na indústria extrativa foi mais forte após 2014, seguindo o movimento de preço das commodities. Na indústria de transformação houve quedas seguidas da lucratividade a partir de 2010, atingindo o valor mínimo em 2015 (com margem de lucro negativa para o total da indústria), porém esse movimento também foi bastante desigual, sendo mais significativo em certos setores.

Outro fato que chama atenção durante a crise é a queda mais significativa da margem líquida (que desconta o resultado financeiro) em relação à margem operacional, o que demonstra o peso das despesas financeiras relativas ao aumento do endividamento das empresas industriais. A margem líquida de lucro da indústria de transformação após atingir 11,8% em 2010 – valor mais alto da série – caiu para -6% em 2015, auge da crise. Os dados de 2017 demonstraram que a breve recuperação de 2016 pouco se sustentou para consolidar um retorno ao patamar médio do período anterior a 2008.

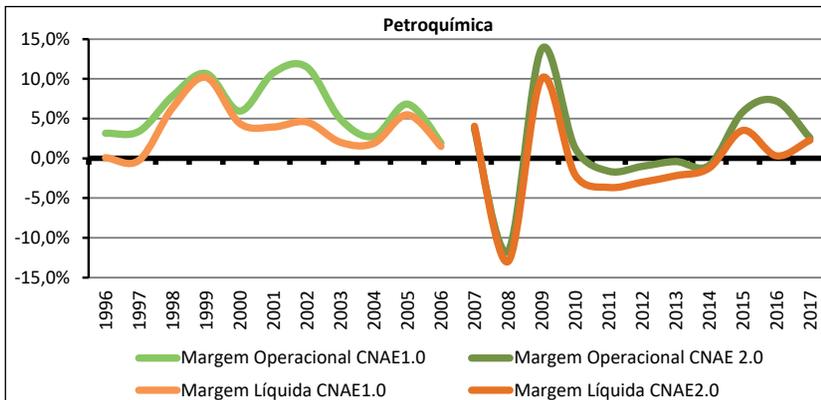
**Gráfico 02 – Margem operacional e líquida de lucro
– Indústria de transformação (1996-2017)**



Fonte: elaboração própria Cecon/IE-unicamp, a partir da PIA-Empresa.

De modo geral, para os setores de insumos básicos a queda foi mais acentuada e a estabilização de um cenário de baixa lucratividade parece ter ocorrido após 2010. Sendo setores intensivos em capital, a queda da lucratividade é preocupante principalmente em termos dos efeitos multiplicadores que os investimentos desses setores possuem. O gráfico 03 demonstra a evolução das margens de lucro tomando os valores totais das atividades ligadas à indústria petroquímica, metalurgia e fabricação de produtos de minerais não metálicos. grosso modo, o gráfico representa bem o movimento em geral das margens de lucro dos insumos básicos ao longo dos anos 2000.

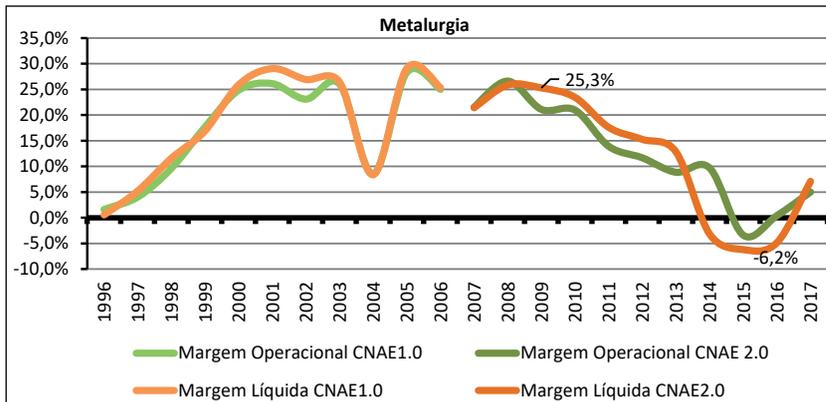
**Gráfico 03 – Margem operacional e líquida de lucro –
Insumos básicos, setores selecionados (1996-2017)**



Fonte: elaboração própria Cecon/IE-unicamp, a partir da PIA-Empresa.

Os setores de bens não duráveis apresentaram, em geral, margens de lucro mais estáveis e mais positivas que os setores de insumos básico. No caso dos bens de capital, o movimento das margens foi bem similar aos de insumos básico, oscilando em um patamar bem inferior ao período pré-crise de 2008. O caso específico do setor de máquinas e equipamentos representa bem o comportamento das margens de lucro após 2010 para o setor de bens de capital como um todo.

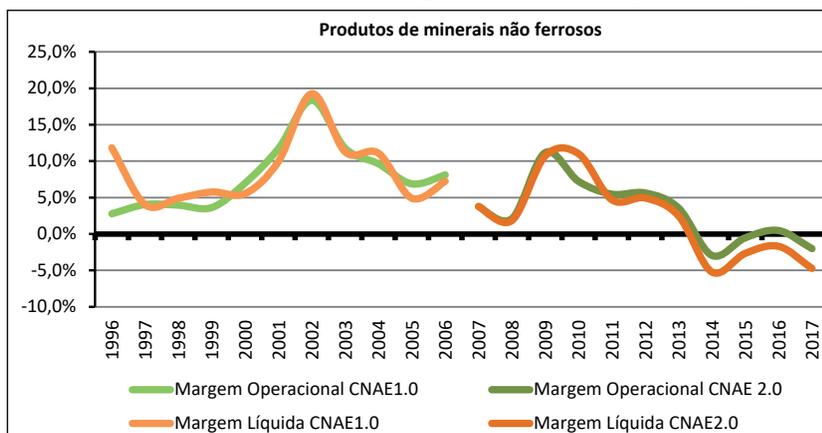
Gráfico 04 – Margem operacional e líquida de lucro – fabricação de máquinas e equipamentos (1996-2017)



Fonte: elaboração própria Cecon/IE-unicamp, a partir da PIA-Empresa.

Por fim, entre os setores relevantes da indústria local, o setor automotivo merece atenção especial por conta dos efeitos de encadeamento de sua produção. Para o setor automotivo, 2009 é o ano de maior lucratividade da série, apresentando queda contínua até 2015. Após 2015, o setor acumula prejuízos e notícias de fechamento de plantas produtivas, com a queda da lucratividade ameaçando encerrar parte das operações de pelo menos duas grandes montadoras no Brasil.

Gráfico 05 – Margem operacional e líquida de lucro – fabricação de veículos automotores, reboques e carrocerias (1996-2017)



Fonte: elaboração própria Cecon/IE-unicamp, a partir da PIA-Empresa.

Embora seja um retrato de 2017, a evolução da lucratividade da indústria brasileira representa um bom modo de avaliar os efeitos desiguais da crise nos diferentes setores produtivos. A baixa rentabilidade dos investimentos e a conseqüente baixa taxa de reposição do estoque de capital fixo, costumemente, estão também associadas ao aumento do hiato tecnológico em relação ao padrão de produção mundial e, logo, a perda de competitividade. Não há dúvida de que a atual crise contribuiu ainda mais para o cenário de fragilização da indústria brasileira. Indústria que, de forma preocupante, está para aderir a um tratado de livre comércio com a União Europeia.

ANEXO

Resultados obtidos a partir da reorganização das contas da PIA-Empresa (vários anos), adotando os seguintes indicadores:

Lucro Bruto: Receita Líquida de Vendas menos os Custos Totais de Produção.

Lucro Operacional: Lucro Bruto menos Despesas Operacionais e Gastos de Pessoal, sendo somado ao resultado as Demais Receitas Operacionais e Receitas por Arrendamento e Aluguéis.

Lucro Líquido: Resultado Operacional menos o Resultado Não Operacional e o Resultado Financeiro.

Margem Operacional: Lucro Operacional sobre Receitas Líquidas de Venda.

Margem Líquida: Lucro Líquido sobre Receitas Líquidas de Venda.

CAPÍTULO 5

A CORONACRISE: natureza, impactos e medidas de enfrentamento no Brasil e no mundo

Guilherme Santos Mello
Ana Luíza Matos de Oliveira
Ana Paula Guidolin
Camila de Caso
Grazielle David
Julio Cesar Nascimento
Ricardo Gonçalves
Tiago Seixas

Em 11 de março de 2020 a Organização Mundial de Saúde (OMS) declarou a pandemia de COVID-19, doença causada por um novo coronavírus e que pode ser assintomática até causar síndromes respiratórias graves, levando a óbito. O surto inicial ocorreu na cidade de Wuhan, capital da província de Hubei na China, mas já se propagou pelos cinco continentes em ritmo exponencial. Temos uma crise epidemiológica pela frente, mas também uma singular crise econômica que pode ser mais ou menos grave e duradoura em função das medidas emergenciais de política econômica tomadas.

Esta nota busca analisar a atual crise em três aspectos fundamentais: sua natureza, seus impactos e as medidas possíveis de enfrentamento de seus efeitos econômicos, sociais e sanitários. Ao final, buscamos tecer comentários sobre como a crise atual irá afetar a dinâmica da economia global e da economia brasileira em particular, enterrando definitivamente qualquer projeto de desenvolvimento que busque minimizar ou prescindir da participação estatal.

1. A natureza da Coronacrise e suas particularidades

A crise econômica provocada pela disseminação do coronavírus é de natureza distinta dos momentos de crise costumeiramente observados no capitalismo. Em recente discurso, o presidente da França reiterou a analogia do momento atual com uma guerra (LE MONDE, 2020). Do ponto de vista econômico, no entanto, essa comparação não é adequada. Em uma guerra, o potencial produtivo de uma economia é totalmente utilizado, alcançando-se o pleno emprego voltado para o atendimento das necessidades do conflito. O cenário atual é o oposto de uma guerra: mundo afora, podemos observar a

absoluta desmobilização dos fatores de produção das principais potências produtivas globais, com quedas acentuadas na produção industrial e de serviços¹. Os impactos econômicos na demanda, na produção e no mercado financeiro são visíveis apesar dos poucos meses da disseminação do Covid-19 em âmbito mundial e há expectativas que o impacto seja de longo prazo, provocando uma profunda recessão em diversos países ainda em 2020.

A primeira grande particularidade da crise atual é que ela tem início no mundo real, na esfera produtiva, para posteriormente impactar os mercados financeiro e de crédito. É o oposto da crise de 2008, que teve início no mercado de crédito imobiliário americano e logo se espalhou para o conjunto do setor financeiro para finalmente atingir a economia real. Neste caso, a ordem dos fatores interfere diretamente no resultado: enquanto em 2008 o esforço dos Bancos Centrais visando “salvar” as grandes instituições financeiras e normalizar o mercado de crédito (através da injeção massiva de liquidez e compra de ativos privados “podres”) foi capaz de reverter a crise e evitar a queda mais acentuada da produção, a atuação das autoridades monetárias na atual crise apenas é capaz de adiar o colapso do mercado de crédito, sem ter nenhuma capacidade de normalizar a atividade produtiva. Não por acaso a cada novo anúncio de medidas de expansão da liquidez e compra de ativos pelas autoridades monetárias, os mercados aprofundam suas perdas patrimoniais, com os investidores fugindo em desespero dos títulos privados, sem nenhuma perspectiva de valorização e/ou geração de dividendos, e correm para os títulos públicos.

Outra grande particularidade desta crise reside no campo geopolítico. Como apontado por Farrell e Newman (2020), a globalização mostrará sua face perversa: a interdependência imposta pelas cadeias globais de valor, em prol de uma maior especialização e eficiência, oculta uma imensa vulnerabilidade para empresas e nações. *Supply chains* estão se rompendo pelo impacto da pandemia na Ásia e Europa, viagens internacionais estão sendo limitadas com o fechamento de fronteiras e medidas protecionistas estão sendo tomadas principalmente em relação a produtos e equipamentos médicos, com a proibição de exportação de máscaras e respiradores. A guerra do Petróleo protagonizada por Arábia Saudita e Rússia também é um exemplo dessa interdependência, que afeta diretamente as cadeias produtivas e as empresas do setor de energia, sendo particularmente negativa para países dependentes da renda do Petróleo.

Por se tratar de uma crise com origem na paralisação da esfera produtiva, sua verdadeira saída ocorrerá apenas quando a situação sanitária for controlada

1 Nos dois primeiros meses do ano houve queda de 13,5% na produção industrial da China (G1, 2020), cuja participação no PIB mundial é de quase 20% (FMI, 2019), anunciando efeitos catastróficos a nível mundial.

ou houver algum tratamento/vacina eficaz para o vírus, possibilitando a retomada da produção em condições normais. Enquanto isso, o gigantesco esforço dos bancos centrais para manter os mercados financeiros e de crédito funcionando se esvai, já que a perspectiva de geração de receitas e lucros das empresas é cadente. Os mercados tornam-se totalmente disfuncionais e apresentam grande volatilidade, mostrando-se incapazes de precificar os ativos devido à enorme incerteza que impede qualquer análise minimamente segura sobre o futuro². Por esse motivo, alguns países têm limitado a atuação dos agentes financeiros (AGÊNCIA ESTADO, 2020a) e até encerrado as atividades dos mercados financeiros, diante da disfuncionalidade que estes assumiram (TU; SAYSON, 2020)³.

A origem epidemiológica da crise faz com que ocorra uma ruptura geral na forma de sociabilidade interpessoal e via mercados. Como apontado por Saez e Zucman (2020), as necessárias medidas de distanciamento social agravam a queda na demanda em diversos setores que também serão impactados no lado da oferta dada a queda na produtividade e à provável falência de empresas. Nesse sentido, a resolução da crise econômica não depende apenas da recuperação das condições de funcionamento normal do mercado financeiro, mas da manutenção da renda das empresas e das famílias em um momento de absoluta paralisação dos fluxos. Preservar a riqueza financeira em uma economia real disfuncional exigiria um absoluto descolamento da dinâmica de preço dos ativos financeiros em relação aos fluxos de renda, o que nos parece descabido em um momento de contração do crédito e preferência exacerbada pela liquidez.

Diversos governos já perceberam que, diante deste cenário, a única saída é a utilização massiva da política fiscal (FINANCIAL TIMES, 2020a). Mesmo economistas historicamente identificados com políticas de austeridade e redução do endividamento público, como Gregory Mankiw e Alberto Alesina, já se pronunciaram a favor de uma forte expansão fiscal, sem maiores preocupações com os níveis de déficit e dívida pública neste momento (JOYNER, 2020).

O combate aos efeitos econômicos e sociais da crise exigirá uma das operações fiscais mais ousadas da história recente do capitalismo, já que não se trata apenas de uma medida anticíclica de recuperação dos níveis de investimento/crescimento, mas de uma verdadeira estatização dos fluxos de renda (salário e receita das empresas) por um período de pelo menos alguns meses. Além disso, será preciso ampliar a oferta de crédito através das instituições

2 Como exemplo, ressalta-se que, no mercado de ações, o índice S&P 500 teve seu pior declínio no período de uma semana desde a crise financeira de 2008.

3 Apenas para ficar em um exemplo prático, a chamada de margem para agentes financeiros (DURDEN, 2020), decorrente da marcação a mercado dos títulos, já tem gerado apreensão e quebra de importantes fundos de investimento, incapazes de manterem liquidez em meio à desalavancagem financeira generalizada.

públicas, já que não existe maneira de obrigar as instituições privadas a aceitar tal risco em um momento de tamanha instabilidade e incerteza.

Eventualmente, será preciso comprar ativos de empresas privadas, de forma similar ao que vem fazendo o Banco Central japonês antes mesmo da crise do coronavírus. A compra de ativos não decorrerá, como no Japão, de uma tentativa de manter os ativos privados valorizados, mas da necessidade de manter empresas “vivas” ao longo da crise, uma verdadeira estatização de parte do setor produtivo privado, que já teve início através da compra de *comercial papers* (GREELEY; RENNISON; SMITH, 2020).

Em suma, a natureza particular da atual crise econômica exigirá uma resposta bastante diversa da utilizada ao longo da crise de 2008. A política monetária no máximo será capaz de adiar a crise de crédito, mas apenas a política fiscal terá a capacidade de salvar a economia “real” e promover a retomada, uma vez que a crise sanitária seja superada (AGÊNCIA ESTADO, 2020b). Neste sentido, os dilemas do momento atual devem ser a prioridade dos governos e todos os esforços devem ser voltados para a contenção de danos, com orçamento ilimitado para a saúde e um grande pacote fiscal que promova a “estatização” temporária dos fluxos de renda, ou seja, a garantia por parte do Estado para parte da renda das empresas e famílias.

Ao mesmo tempo é fundamental começar a planejar o pós-crise, quando a emergência sanitária for superada. Em primeiro lugar, será preciso reconstruir instrumentos públicos de coordenação do investimento, uma vez que o setor privado tende a sair muito frágil do ponto de vista financeiro, mais endividado e com menores receitas. Em segundo lugar, será preciso pensar em reconstituir os mecanismos de financiamento do Estado, promovendo reformas tributárias centradas em altas rendas e grandes patrimônios. Por fim, essas duas mudanças conjugadas abrirão espaço para repensar o modelo de capitalismo que prevaleceu mesmo após a crise de 2008, ainda que abalado em suas estruturas e crescentemente incapaz de promover o crescimento econômico e a inclusão social.

2. Os prováveis impactos econômicos e sociais da Coronacrise no Brasil

A história mostra que pandemias modificam a forma como as sociedades se organizam de forma permanente, com efeitos a longo prazo (SPINNEY, 2019). O Ministério da Economia, no entanto, avalia que os choques trazidos pelo Covid-19 no Brasil são “temporários e devem ser revertidos” (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, 2020). Em um momento de forte incerteza, o governo erra ao dimensionar a gravidade, extensão e impacto na sociedade brasileira desta crise, considerando a estrutura de desigualdade e informalidade

no Brasil. Este erro se reflete nas medidas de combate à crise anunciadas por este Ministério.

Em países como o Brasil, com uma moeda periférica com baixa liquidez, uma crise como atual tem impactos diretos no mercado financeiro, além das disputas em torno do preço do petróleo. A desvalorização cambial se acelerou rapidamente com o surto, saindo de R\$4,39 por dólar em 25 de fevereiro, quando ocorreu o primeiro caso confirmado no Brasil, para R\$ 5 por dólar no dia 16 de março.

No âmbito da demanda, é possível que no curto prazo ocorra um excesso de demanda inicial para abastecimento em momento de quarentena como acontece na Europa, com a corrida aos mercados, provocando desabastecimentos (R7, 2020). Por outro lado, a restrição de oferta e desvalorização cambial podem impactar o preço de alguns bens essenciais e, em um cenário de ampliação do desemprego, pode ocorrer aumento da vulnerabilidade social, contribuindo na restrição de demanda e retroalimentando o processo de crise. Esse cenário impacta diretamente no financiamento das empresas (por restrições de crédito e taxas de juros) e nas decisões de investimentos das empresas privadas motivadas pela preferência à liquidez.

Quanto à atuação da política fiscal, há perspectiva de que caia a arrecadação, já que parte das receitas do governo são ligadas à atividade econômica como tributos sobre o consumo, a produção, a renda e o trabalho. Existem ainda as restrições impostas pelas regras fiscais para a realização de políticas anticíclicas essenciais para o enfrentamento de crises. A regra de superávit primário, a “regra de ouro” e a Emenda Constitucional 95 limitam drasticamente a capacidade do governo de elevar gastos necessários para a manutenção da ordem social e econômica. Cabe ressaltar a importância do Estado em momentos de crise seja pelas suas funções alocativa, distributiva e estabilizadora e/ou para garantia dos direitos humanos.

Sobre os impactos sociais da epidemia no Brasil, o mais visível em um primeiro momento é o impacto na saúde, em especial dos idosos e dos indivíduos com Doenças Crônicas Não-Transmissíveis (DCNT). Um estudo preliminar que parte do princípio de que 40% da população do Brasil será infectada (DOWD *et al.*, 2020) calcula que 478.629 brasileiros podem morrer em decorrência da pandemia. Também, Rocha *et al.* (2020) calcula um custo de quase R\$1 bilhão para cada 1 ponto percentual de infectados na população brasileira não coberta por planos de saúde (que significa 75% da população). Além disso, há de se considerar que embora na média nacional o Sistema Único de Saúde (SUS) cumpra, no limite, a recomendação da Organização Mundial da Saúde (OMS) de ter o mínimo de um leito de UTI (a ser utilizado para os casos mais graves da doença) para cada 10 mil habitantes, 17 das 27 Unidades da Federação não chegam a isso, sendo os piores índices

no Nordeste, Norte e Centro-Oeste (CANZIAN, 2020). Há de se considerar também que o Brasil já enfrenta endemias como a dengue, surtos de sarampo e DCNT (MALTA *et al.*, 2019) sob grave subfinanciamento.

A Associação de Medicina Intensiva Brasileira (AMIB), em documento informativo sobre atuação em situação de desastre como o caso da pandemia em curso, alerta que “a aquisição rápida e em tempo hábil de grande número de equipamentos de UTI como respiradores, monitores e equipamentos de infusão contínua de medicações é muito pouco provável durante uma situação de pandemia com grande necessidade de UTI. Os equipamentos em estoque com os fornecedores não são em quantidade suficiente para todos” (AMIB, 2020 p. 1-2). Além disso, há sério risco de sobrecarga física, psicológica e emocional dos profissionais da saúde ao lidar com a pandemia, como ocorrido na China (LI, 2020) e na Itália (MONELLA, 2020). Assim, uma disseminação rápida do vírus no Brasil levaria à sobrecarga do sistema de saúde, por isso a tônica em “achatar a curva”, isto é, reduzir ao máximo a velocidade de disseminação do vírus para que o sistema de saúde dê conta da demanda⁴.

Passando para outras áreas, na educação e na ciência e tecnologia, o impacto na interrupção de aulas e em pesquisas científicas pode ter efeitos duradouros, não só para as famílias que precisam se organizar para cuidar das crianças (quando o caso), mas para o desenvolvimento de pesquisas que podem inclusive ajudar a lidar com a pandemia. Apesar de, por um lado a interrupção de aulas minimizar o contágio por reduzir o contato social, por outro poderia ampliar o contato de crianças e idosos, elevando o perigo de contágio para o grupo de maior risco (acima de 60 anos).

Quanto ao mercado de trabalho, o impacto da pandemia no Brasil pode ser brutal e duradouro, com a redução da atividade econômica levando a um aumento da desocupação (que hoje atinge cerca de 11,9 milhões de pessoas) e da pobreza/miséria, considerando que no trimestre de novembro de 2019 a janeiro de 2020 a taxa de informalidade atingiu 40,7% da população ocupada, representando 38,3 milhões de trabalhadores informais. Estes trabalhadores (e seu consumo) estão ainda mais vulneráveis a uma redução da atividade econômica e, mesmo doentes, podem ser forçados a continuar a trabalhar para se sustentar. Em situação similar estarão os Microempreendedores Individuais (MEIs) e os trabalhadores intermitentes. Além destes trabalhadores,

4 Ferguson et al. (2020) aponta que um modelo de mitigação, com a combinação mais eficaz de intervenções sendo isolamento de casos, quarentena domiciliar e distanciamento social dos mais em risco (acima dos 70 anos), permitiria reduzir o pico da demanda de cuidados críticos em dois terços e reduzir pela metade o número de óbitos. Mas, esse cenário de mitigação “ideal” ainda resultaria em um pico de demanda 8 vezes maior em leitos de cuidados críticos além da capacidade de aumento disponíveis tanto no Reino Unido quanto nos EUA. No Brasil esse cenário poderia ser pior uma vez que tem uma relação menor de leitos hospitalares e de UTI por habitante e já trabalha perto do seu limite.

as pequenas e médias empresas, em especial do setor de serviços, devem ser fortemente afetadas.

Com este agravamento da questão social, a demanda à previdência social e à assistência social deve aumentar. Cabe lembrar que ambos sistemas já estão sobrecarregados, com filas no Programa Bolsa Família e no Instituto Nacional do Sistema Social (INSS), tanto para pensão e aposentadoria quanto para requerer o Benefício de Prestação Continuada (BPC).

Em suma, os impactos da crise no Brasil podem ser bem mais profundos, tanto agudos quanto estruturais, do que o governo brasileiro tem inicialmente assumido. Serão impactos não apenas econômicos, mas sociais, fiscais, no mercado de trabalho, na demanda por serviços públicos e pela rede de proteção social. Ao redor do mundo, países vêm adotando políticas muito ousadas de combate aos efeitos da Coronacrise, enquanto o Brasil segue com medo de tomar medidas compatíveis com a dimensão real que a crise pode vir a assumir.

3. Políticas econômicas adotadas frente à pandemia no mundo e no Brasil

Face à pandemia, além de conclamar os Bancos Centrais a estimular a demanda e a confiança ao garantir liquidez, crédito e condições financeiras, o Fundo Monetário Internacional (FMI) recomenda aos países ampliar urgentemente os gastos com saúde e buscar medidas de apoio aos mais vulneráveis (FMI, 2020). Ainda, segundo a instituição, a política fiscal precisa urgentemente apoiar indivíduos e empresas afetados durante a pandemia. Caso os danos econômicos sejam mais duradouros, o FMI aponta que serão necessários estímulos fiscais adicionais para evitar danos econômicos de longo prazo. Na mesma tônica, o Banco Mundial recomenda que países em desenvolvimento ampliem gastos com saúde, fortaleçam as redes de proteção social com transferência de renda e atendimento de saúde gratuito para os mais vulneráveis, apoiem o setor privado com crédito no curto prazo, isenções fiscais ou subsídios, além de atuar para suavizar movimentos do mercado financeiro (BANCO MUNDIAL, 2020).

3.1 Um panorama internacional: medidas para enfrentamento da Coronacrise em países selecionados.

Para além do anúncio de *quantitative easing* e de corte de juros, diversos países ao redor do mundo apresentaram programas colossais de aumento do gasto público visando o enfrentamento da crise em suas dimensões sanitárias, econômicas e sociais.

Na Itália, país fortemente atingido pela epidemia, foram anunciadas medidas que somam € 25 bilhões, com recursos extras para o sistema de saúde, medidas para desestimular demissões (funcionários das empresas que paralisaram suas atividades terão direito ao recebimento de um benefício no valor de 80% do salário durante nove semanas, entre outros auxílios), voucher para a contratação de babás para pais que não puderem ou não quiserem se ausentar do trabalho, além da estatização da Alitalia (ROUBICEK, 2020).

Na Alemanha, foram anunciados: apoio financeiro ilimitado a empresas afetadas, relaxamento nas regras para adoção de trabalho a tempo parcial, com subsídio (agora também ampliado) do governo e ampliação do investimento público em €3,1 bilhões/ano de 2021 a 2024.

No Reino Unido, o governo realizará empréstimos no valor de £330 bilhões para empresas e incentivos tributários e outras medidas no valor de £20 bilhões para proteger empresas e indivíduos, em um pacote fiscal sem precedentes. O governo garante que manterá pessoas e empresas solventes e que está preparado para intervir na economia (SPARROW, 2020).

Nos Estados Unidos, foi anunciado um “cheque” a todos os americanos adultos, como parte de um pacote de estímulos à economia que alcançará US\$850 bilhões, maior que o pacote realizado pelo governo americano quando da crise de 2008. Há também a previsão de diferimento de pagamento de impostos por parte de pessoas físicas e jurídicas, o que poderia custar até US\$300 bilhões (PARTINGTON, 2020).

Na Espanha, lançou um pacote de €200 bilhões (o equivalente a 20% do PIB espanhol) com garantias de crédito asseguradas pelo Estado e ajuda de liquidez ilimitada para as empresas. Além disso, foi anunciada estatização de hospitais e de outros serviços de saúde enquanto a epidemia estiver em curso (UOL, 2020). Na França, como novidade, destaca-se a suspensão das contas de aluguel, luz e água.

A Argentina anunciou licença a trabalhadores com mais de 60 anos que realizem trabalhos não prioritários, grávidas e com doenças respiratórias, tanto no setor público quanto no setor privado, além de incentivos ao teletrabalho. Além disso, prometeu destinar US\$ 1,58 bilhão para obras públicas, realizar pagamentos únicos a para pessoas com assistência social e infantil e para aposentados, promover isenção fiscal aos setores mais atingidos para fortalecer as garantias de emprego e garantir o fornecimento de alimentos em cozinhas comunitárias para os mais pobres.

O Chile anunciou ampliação de ajuda a empresas do ramo do turismo, monitoramento de preços e do estoque de produtos relativos à prevenção do contágio do vírus e ampliação da rede de proteção social.

O governo da Coreia do Sul anunciou um pacote econômico de US\$ 39 bilhões, sendo US\$ 9,4 bilhões para suporte financeiro às pequenas empresas

a taxas de juros de apenas 1,5% ao ano. Ademais, o governo destinará US\$ 4,3 bilhões para garantia de empréstimo e rolagem de dívidas, prometendo expansões caso necessário. Governos regionais do país solicitaram que o governo central distribua aproximadamente US\$ 800 para cada cidadão para mitigar o impacto da pandemia, como nos Estados Unidos (LAZARINI, 2020).

Na linha do Financial Times (2020b), a ação destes governos mostra que “preocupar-se com as finanças públicas num momento desses é ao mesmo tempo perverso e contraproducente: gastar muito pouco é uma ameaça maior à prosperidade do que gastar muito”.

Quadro 1 – Síntese das medidas anunciadas por governos de países selecionados

País	Medidas
EUA	Distribuição de renda para a população adulta (US\$850 bilhões)
	Diferimento no pagamento de impostos (US\$300 bilhões)
Alemanha	Adoção de trabalho em tempo parcial com subsídios
	Apoio financeiro ilimitado às empresas
	Aumento dos investimentos públicos (€3,1 bilhões/ano de 2021 a 2024)
Reino Unido	Empréstimos para empresas (£330 bilhões)
	População e empresas solventes
	Incentivos tributários
	Outros pacotes para empresas e famílias (£20 bilhões)
Itália	Recursos extra para sistema de saúde
	Estatizações
	Vouchers para contratação de babás (para trabalhadores)
	Desestímulo às demissões
	Soma das Medidas em € 25 bilhões
França	Suspensão de conta aluguel, luz e água
Espanha	Garantia de crédito e liquidez ilimitada para empresas (€200 bilhões - equivalente a 20% do PIB espanhol)
	Estatizações de hospitais e serviços de saúde
Argentina	Licença aos trabalhadores de risco de empresas públicas e privadas
	Isenções fiscais
	Aumento dos investimentos em obras públicas e assistência social (US\$ 1,58 bilhão)
	Fornecimento de alimentação para os mais pobres
Chile	Ampliação de ajuda a empresas de turismo
	Ampliação da rede de proteção social

Fonte: Elaboração própria.

3.2 Medidas adotadas pelo governo brasileiro para o combate à Coronacrise

No Brasil, com a repercussão de brasileiros na China pedindo ajuda ao governo Bolsonaro para retornar ao país, se iniciou o debate sobre respostas ao agravamento do surto de coronavírus no mundo e seus desdobramentos. O Governo Federal enviou ao Congresso Nacional a Lei nº 13.978, de 17 de janeiro de 2020, que dispõe “*sobre as medidas para enfrentamento da emergência de saúde pública de importância internacional decorrente do coronavírus responsável pelo surto de 2019*”. A Lei trata de abertura de crédito suplementar para que fosse viabilizada a volta dos brasileiros. Houve um intervalo de quase 2 meses entre a volta dos brasileiros e o início de medidas substanciais por parte do governo para conter o avanço do vírus na sociedade.

Em 11 de março, a Organização Mundial da Saúde (OMS) declarou estado de pandemia resultando em pressão da sociedade civil sobre o governo federal para que medidas de contenção do vírus nas áreas de saúde e economia fossem tomadas. Após falas públicas minimizando os avisos da OMS e negligenciando a quantidade de novos casos no Brasil, o governo Bolsonaro, por fim, publicou a Medida Provisória nº 924, de 13 de março de 2020, que “*abre crédito extraordinário em favor do Ministério da Educação e da Saúde*”.

Se em todo o mundo foram apresentados ousados pacotes fiscais, no Brasil o crédito extraordinário no valor de R\$ 5,099 bilhões não representa recursos novos, mas remanejamento orçamentário dentro do Ministério da Educação e do Ministério da Saúde. Por exemplo, os recursos destinados para o Ministério da Saúde para o Hospital das Clínicas de Porto Alegre e para a Empresa Brasileira de Serviços Hospitalares (EBSERH) no valor de R\$ 261 milhões são cancelados do Ministério da Educação do Fundo Nacional de Desenvolvimento da Educação (FNDE).

Já dentro da pasta do próprio Ministério da Saúde, R\$ 20 milhões serão alocados para a FIOCRUZ; R\$ 2,1 bilhões para os estados; R\$ 2,2 bilhões para municípios; e R\$ 420 milhões para aplicação direta. Em compensação, serão cortados R\$ 1,6 bilhões da atenção especializada em saúde e R\$ 3,1 bilhões em atenção primária.

No dia seguinte, sábado, 14 de março, o Ministro da Economia, Paulo Guedes, novamente sob pressão da sociedade civil, anunciou sem maiores detalhamentos algumas medidas econômicas para minimizar os efeitos na sociedade do COVID-19: i) Antecipação da primeira parcela do 13º de aposentados e pensionistas do INSS para abril, com estimativa de antecipação de gastos no montante de R\$ 23 bilhões; ii) Suspensão por 120 dias da prova de vida dos beneficiários do INSS, para evitar ida às agências; iii) Isenção de imposto de importação sobre produtos médicos hospitalares até o fim do ano; iv) Desembaraço aduaneiro de produtos de uso médico hospitalar.

No que tange à política monetária, na segunda-feira, 16 de março, foram anunciadas duas medidas extraordinárias pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). A primeira facilita a renegociação de operações de créditos para empresas e famílias a fim de ajustar seus fluxos de caixa e a segunda medida amplia a folga de capital dos bancos permitindo mais espaço e segurança aos bancos para manterem suas concessões de crédito podendo até mesmo ampliá-los.

O governo esperou cinco dias desde a declaração da OMS para anunciar, de fato, um pacote de medidas para minimizar os efeitos da Coronacrise. O pacote apresentado pelo Ministro promete injetar R\$ 147,3 bilhões na economia e segue a estrutura de três eixos: i) atenção à população mais vulnerável; ii) manutenção do emprego; e iii) combate à pandemia.

I. Atenção à população mais vulnerável

O primeiro eixo engloba medidas que geram impacto de R\$ 83,4 bilhões na economia.

Dois medidas anunciadas anteciparam despesas do 2º semestre para o 1º semestre de 2020: i) Antecipação da segunda parcela do 13º de aposentados e pensionistas do INSS para maio, valor estimado pelo governo de R\$ 23 bilhões; ii) Antecipação do pagamento do abono salarial para o mês de junho, estimativa de R\$ 12,8 bilhões.

Guedes anunciou uma espécie de fusão entre o PIS/ PASEP e o FGTS. Recursos do PIS/ PASEP parado nas contas de beneficiários que ainda não reclamaram o benefício serão transferidos para o fundo comum com o FGTS. Segundo coletiva de imprensa do Ministro da Economia, há 30 bilhões de reais acumulados de fundos não reclamados de pessoas que ou faleceram ou não foram buscar o dinheiro. Serão transferidos R\$ 21,5 bilhões para o FGTS para permitir novos saques, mantendo uma reserva para caso alguma família venha a reclamar o direito. Caso não se concretize a reclamação do direito, será utilizado para saques do FGTS.

O Programa Bolsa Família (PBF) terá reforço de até R\$ 3,1 bilhões para ampliação de um milhão de famílias no número de beneficiários para o programa de remanejamento de renda – que, no entanto, já tem fila estimada de 3,5 milhões de famílias (EXAME, 2020).

II. Manutenção do emprego

O segundo eixo engloba medidas que geram impacto de R\$ 59,4 bilhões na economia.

Visando a proteção das empresas do setor aéreo, foi adiado o recolhimento de PIS e Cofins que incide na emissão de passagens aéreas até junho

deste ano. Empresas que prestam serviços às companhias, como transporte, abastecimento de combustível e *catering* (alimentação a bordo) poderão usufruir desse benefício.

Também ficará suspenso pelo mesmo prazo, o pagamento do PIS e da Cofins sobre remessas ao exterior. Até a sexta-feira (13), o governo identificou uma queda de 30% na demanda em voos domésticos e de 50% nos internacionais. A medida foi tomada a fim de evitar falência das companhias aéreas, principalmente com o dólar fechando acima de cinco reais uma vez que cerca de 80% dos custos do setor são dolarizados.

Ficam adiadas receitas do primeiro semestre de 2020 para o segundo. Sendo assim, haverá diferimento do prazo de pagamento do FGTS por 3 meses com impacto de R\$ 30 bilhões e da parte da União no Simples Nacional por também 3 meses, com impacto de R\$ 22,2 bilhões.

O Ministro apresentou também a simplificação de exigências para contratação de crédito e dispensa de documentação (CND) para renegociação de crédito e a facilitação do desembaraço de insumos e matérias primas industriais importadas antes do desembarque. Além do crédito de R\$ 5 bilhões do PROGER/FAT para Micro e Pequenas Empresas.

Finalizando o eixo, haverá desoneração de 50% da contribuição ao Sistema S que será concedida pelo prazo de três meses, estimativa de R\$ 2,2 bilhões.

III. Combate à pandemia

O terceiro eixo engloba medidas que geram impacto de R\$ 4,5 bilhões na economia.

Em linha com as medidas de remanejamento de recursos, R\$ 4,5 bilhões de recursos do DPVAT serão destinados ao SUS. O eixo conta também com desonerações temporárias de IPI para bens importados e produzidos internamente listados que sejam necessários ao combate ao Covid-19.

Diante do cenário de medidas apresentadas pelo Ministério da Economia é importante evidenciar que há pouco dinheiro novo na economia. Tanto a apresentação da MP 924/2020 de crédito extraordinário, quanto o pacote de medidas de Guedes avançam pouco quando comparadas a iniciativas no âmbito internacional e também quando observada a estrutura do mercado de trabalho atual no Brasil, com seu alto nível de informalidade e com a incapacidade do Estado de proteger a população em períodos de choques adversos. Por exemplo, para o Programa Bolsa Família, mesmo o remanejamento de recursos de ordem de R\$ 3,1 bilhões para atender um milhão de famílias ainda é aquém do necessário para zerar a fila que se tem hoje no Programa.

Tanto foi que dois dias depois, na quarta-feira, 18 de março, em nova coletiva de imprensa o Presidente, Bolsonaro, e seu Ministro da Economia, Guedes, apresentaram novas medidas para diminuir o diferencial em relação ao conjunto de medidas adotadas nos demais países, porém se mostrando ainda insuficientes para enfrentar a crise que se aproxima.

Para lidar com o grave diagnóstico da queda da renda dos trabalhadores informais, o governo anuncia uma renda complementar de R\$ 200,00 por mês para famílias inscritas no CadÚnico que não recebem benefícios do governo, como Bolsa Família. Esse valor é muito inferior ao salário mínimo (de R\$1.045,00) e obviamente insuficiente para a manutenção básica das milhões de pessoas que se ficaram sem renda durante a fase aguda da crise. A medida anunciada por Paulo Guedes somaria um valor de R\$ 15 bilhões, que seriam aplicados ao longo de 3 meses.

Caso o valor da assistência para todos os informais fosse de R\$ 600,00, o montante de recursos apenas para a assistência aos trabalhadores informais saltaria para R\$ 22,8 bilhões em um mês, e R\$ 68,4 bilhões em 3 meses. Se considerarmos os 77 milhões de pessoas que estão no cadastro único e os 66 milhões de pessoas com renda muito baixa (abaixo de meio salário mínimo per capita), podemos ter a dimensão de quão baixo são os valores anunciados pelo ministro Guedes. Outras medidas foram anunciadas mas não explicadas, como a renegociação de dívidas de empresas aéreas e ajuda financeira para pequenas e micro empresas.

Ao final do mesmo dia, o governo anunciou que será encaminhada ao Congresso Nacional por meio de uma Medida Provisória a possibilidade que empresas cortem em até 50% a jornada e os salários de trabalhadores em meio ao avanço da coronacrise. Segundo o Ministério da Economia a medida vem no sentido de manutenção do trabalho, um dos eixos que tem sido mais caro ao governo. Pelas regras mencionadas, as empresas devem continuar pagando pelo menos o salário mínimo. A medida poderá durar enquanto estiver em vigor o estado de calamidade.

No entanto, a MP ainda não foi de fato encaminhada ao Congresso, podendo ter seus parâmetros alterados. Caso sejam mantidos, isso implica dizer que se de um lado o governo flexibiliza a meta de resultado primário, por outro quem sofrerá as consequências são as trabalhadoras e trabalhadores que têm seus salários reduzidos. Além, evidentemente, de impor estado de calamidade para toda a população.

Quadro 2 – Síntese das medidas anunciadas pelo Ministério da Economia

Medida	Saúde	Assistência e Previdência	Política fiscal	Política Monetária e de Crédito
Curto prazo (2020)	Destinação do saldo do fundo do DPVAT para o SUS	Antecipação do abono salarial em junho	Novos saques do FGTS, com base em recursos não sacados do PIS/PASEP	Redução do teto de juros do consignado, aumento da margem e do prazo de pagamento
	Desonerações temporárias de IPI para bens importados e produzidos internamente listados que sejam necessários ao combate ao Covid-19	Recursos para o Bolsa Família	Adiamento do prazo de pagamentos de tributos	Crédito do PROGER/ FAT para micro e pequenas empresas
	Isenção de impostos de importação sobre produtos médicos hospitalares até o fim do ano	Antecipação de 1ª e 2ª parcelas do 13º em abril e maio	Diferimento do prazo de pagamento do FGTS por 3 meses	Simplificação das exigências para contratação de crédito e dispensa de documentação (CND) para renegociação de crédito
	Priorizar desembaraço aduaneiro de produtos de uso médico hospitalar	Suspensão por 120 dias da prova de vida dos beneficiários do INSS para evitar ida às agências	Diferimento da parte da União no Simples Nacional por 3 meses	Incremento das linhas de crédito dos bancos públicos, destinado principalmente capital de giro
		Voucher de R\$200 para famílias do CadÚnico que não recebam outros benefícios.	Redução de 50% nas contribuições do Sistema S por 3 meses	
			Facilitar o desembarque de insumos e matérias primas industriais importadas antes do desembarque	

Fonte: Elaboração própria.

4. Propostas alternativas para o enfrentamento da crise sanitária e econômica

Conforme já ressaltado ao longo do texto, a rápida disseminação do vírus e seu potencial devastador sobre a vida de milhões de pessoas tornam imprescindíveis respostas urgentes e potentes por parte do Estado. A inação mata e o mundo inteiro parece estar criando um consenso em torno de uma agenda prioritária para desaceleração da propagação do vírus e sustentação da renda de famílias e empresas no período de pandemia.

Uma função fundamental do governo é zelar pelo bem-estar de seu povo, o que se torna ainda mais crucial durante emergências como a crise sanitária e socioeconômica da Covid-19. O Brasil deve ser incisivo em suas ações de contenção do vírus, baseado nas experiências de outros países, de quais medidas são essenciais e quais são ineficazes para o controle da pandemia. Levando em conta a experiência internacional e as dificuldades de uma crise que, por sua natureza e medidas profiláticas, desmobiliza recursos produtivos, defendemos ações em três grandes frentes integradas: saúde, com o objetivo imediato de achatar a curva de disseminação do vírus para tentar compatibilizar com a capacidade do sistema de saúde, além de buscar ampliar sua capacidade atual; assistência, para minimizar os graves efeitos sociais do isolamento principalmente às camadas mais vulneráveis; Política Fiscal e Política Monetária, para viabilizar o combate a essa crise singular.

Cabe destacar que a grande lição global frente à Covid-19 é não se pode menosprezar a gravidade dessa crise sanitária e econômica. As ações devem ser tomadas de forma rápida e enérgica para conter a disseminação do vírus e evitar a sobrecarga excessiva dos serviços de saúde. Postergar por um dia essas intervenções implica em colocar a vida de milhares de pessoas em risco.

Saúde

Como já apontado anteriormente, o FMI (2020) em seu documento “Políticas fiscais para proteger as pessoas durante o surto de Covid-19” afirma que os países precisam agir de forma efetiva diante do rápido contágio para evitar uma sobrecarga dos sistemas de saúde dos países. Para isso, as despesas com saúde e demais medidas para contenção da Covid-19 precisam ser feitas independente do espaço no orçamento que o país disponha, afirma o FMI.

- Liberação de recursos ilimitados, conforme planejamento e demanda, para a saúde. Conforme apontado no estudo do Imperial College sobre necessidade de ampla testagem (Ferguson et al., 2020), devem ser realizados investimentos em ampla produção e compra de testes,

além de mecanismos de distribuição no território nacional, pontos de testagem, canais de monitoramento e acompanhamento das pessoas para adoção das medidas de isolamento e quarentena de quem esteja doente. O modelo coreano pode servir de referência.

- A ampla desigualdade social que marca o Brasil se reflete também nas possibilidades para isolar doentes. A existência de grande população em situação de rua e de grande parte da população em condição de moradia precária, como as favelas, ou de domicílios sem separação de cômodos pode inviabilizar a contenção do vírus e ocasionar ampla contaminação intrafamiliar e entre vizinhos, uma vez que muitas habitações são aglomeradas umas nas outras. Esse cenário exige a criação de espaços de isolamento de suspeitos e doentes com casos mais leves e moderados, sem demanda de hospitalização. A China adotou atuação nesse sentido.
- O baixo quantitativo e má distribuição em território nacional dos leitos hospitalares e de UTI como já apontado (CANZIAN, 2020) demanda ampliação dos leitos, seja por meio de criação, contratação ou nacionalização de leitos do setor privado para regulação única, como realizou a Espanha.
- Igualmente, diante da baixa quantidade de ventiladores disponíveis nacionalmente, será necessário realizar manutenção nos respiradores já existentes na rede e que estão parados, compra e/ou produção, além dos insumos relacionados, para atender os em torno de 5% de casos mais graves das pessoas doentes.
- Reforço do quantitativo de profissionais de saúde, com contratação de mais profissionais nacionais e busca de profissionais de outros países que possam apoiar no tratamento das pessoas doentes. A garantia de equipamentos de proteção individual (EPI) para os profissionais de saúde deve ser uma prioridade.
- Atendimento das pessoas no SUS sem impedimentos burocráticos como: necessidade de cadastramento, carteira do SUS, comprovante de endereço ou outro.

No longo prazo:

- Garantia de recursos para acompanhamento das pessoas com sequelas decorrentes da Covid-19. Já existem estudos mostrando perda da capacidade pulmonar, não se sabe ainda se temporária ou permanente, que requer tratamento com fisioterapia respiratória (GALLEU, 2020).

- Retomada das medidas de financiamento para a realização do direito à saúde universal, integral, pública. Todas as medidas que reduziram o orçamento para o SUS minaram também sua capacidade instalada. A pandemia de Covid-19 provou como serviços públicos de saúde são essenciais não apenas na oferta de serviços, mas no manejo coordenado de ações de vigilância em saúde.

Assistência e Previdência

Para a contenção da Covid-19 somente ações na política de saúde não serão suficientes. O distanciamento e isolamento social exigem que as pessoas tenham condições materiais de ficar em casa. Para isso é essencial que todos tenham garantidos um salário mínimo como renda temporária no período da crise sanitário-econômica, um modelo de renda mínima universal. Para isso serão necessárias a adoção de uma série de medidas de acordo com a renda e ocupação.

- Durante o período em que durar a crise sanitária, o Estado brasileiro deve garantir a renda dos cidadãos mais vulneráveis, em particular aqueles que recebem benefícios e estão inscritos no CadÚnico, mas também dos trabalhadores informais e/ou MEIs. Nesse sentido, será fundamental, até como incentivo para as pessoas manterem o isolamento social e permanecerem em casa, um auxílio mensal no valor máximo de 1 salário mínimo, já considerando o valor de eventuais benefícios recebidos. Ou seja, ao final de cada mês, todo cidadão brasileiro terá acesso, enquanto durar a crise sanitária, a uma renda de pelo menos de 1 salário mínimo, seja ele trabalhador formal ou aposentado, que já possuem acesso a no mínimo essa renda, ou desocupado, desalentado, informal, trabalhadores intermitentes e Microempreendedores individuais (MEIs)⁵.
- A fila do Bolsa Família deve ser zerada, novas famílias que atendam os critérios devem incorporadas e deve ocorrer o aumento do benefício.

5 A opção administrativamente mais simples e barata de ser adotada para alcançar os trabalhadores informais, está em um projeto de lei apresentado no Câmara dos Deputados, o PL nº 698/2020 com as seguintes propostas: a) Programa de renda básica emergencial para famílias em situação de vulnerabilidade social, com a criação de benefício básico mensal no valor de um salário mínimo pelo tempo necessário para superação da crise; e a extensão do seguro desemprego até o fim dos efeitos da crise; b) Isenção das cobranças das contas de serviços essenciais no país, incluindo luz e água, durante três meses, para famílias de baixa renda. Após o período, permanecendo os efeitos da pandemia, os débitos acumulados pelos consumidores de baixa renda serão parcelados, automaticamente, em 36 meses, sem multa, juros e correção monetária; c) Tabelamento de preços dos itens necessários para a prevenção e tratamento da Covid-19.

- A fila do INSS, especialmente para acessar o Benefício de Prestação Continuada (BPC), também deve ser zerada, já que é uma renda assistencial paga a idosos e pessoas com deficiência em condição de miserabilidade e que está em torno de dois milhões de pessoas.
- No médio/longo prazo, a experiência da renda emergencial durante a crise pode vir a servir para a elaboração de um programa de renda de cidadania universal, voltada principalmente para trabalhadores informais e desempregados.

Política fiscal

A política fiscal será um dos instrumentos decisivos tanto no combate imediato a epidemia do Covid-19, quanto no enfrentamento dos impactos econômicos e sociais decorrentes da crise que se avizinha. Nesse sentido, e tendo em vista o panorama brasileiro, propomos a adoção das seguintes medidas:

- Alteração da meta de resultado primário, por meio de projeto de lei que altere o Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2020, conforme já executado em anos anteriores, não sendo assim necessário decretar estado de calamidade pública previsto no art. 65 da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).
- Abertura de crédito extraordinário volumoso baseado nas projeções de gastos das medidas propostas para as ações sanitárias, assistenciais, econômicas e outras necessárias para lidar com a Covid-19 e seus efeitos, conforme previsto no § 3º do art. 167 da CF.
- Revogação da Emenda Constitucional 95/2016 para lidar com efeitos prolongados da crise sanitário-econômica decorrente da Covid-19. Essa é uma medida de curto prazo, que precisa ser discutida ainda no ano de 2020, uma vez que a revogação do Teto altera a elaboração das leis orçamentárias para 2021 e o PLDO já está em tramitação no Congresso. Ainda, de acordo com o Conselho Nacional de Saúde ([link](#)), a área de saúde perderá R\$ 400 bilhões no período de vigência da emenda.
- Adiamento e/ou abono no pagamento de impostos e tarifas de serviços públicos, pelo prazo que durar a crise sanitária, com os custos sendo arcados pelo Estado.

No longo prazo, será preciso realizar ações mais estruturais, que reconstituam a capacidade o Estado Brasileiro de induzir o crescimento e fornecer os serviços públicos fundamentais. Nesse sentido, as seguintes medidas devem ser tomadas:

- Rever o conjunto das regras fiscais atualmente existentes no Brasil. A EC 95, combinada à LRF e à Regra de Ouro, criou o conjunto regras fiscais mais rígido do mundo, impedindo a atuação do Estado e reduzindo seguidamente os investimentos públicos e os recursos para as áreas sociais (Rossi e Dweck, 2016). É fundamental substituir esse arcabouço fiscal complexo, contraditório e ultrapassado por uma regra simples, que permita ações anticíclicas, preveja a ampliação do investimento público e do gasto fiscais com alto multiplicador e contemple a estabilização da dívida pública no longo prazo.
- Abandonar a proposta de PEC 186/2019 (“PEC Emergencial”) enviada pelo governo ao Congresso, que visa promover um ajuste fiscal ainda maior, uma vez que impactará negativamente os serviços públicos, como saúde, e a possibilidade de crescimento do PIB (DOMINGUES *et al.*, 2020). Apenas como exemplo anedótico, é importante recordar que caso a “PEC emergencial” estivesse em vigência, ela seria responsável por impedir os tímidos esforços do governo no combate a atual crise (RIBEIRO, 2020).
- Repensar as formas de financiamento do Estado, com destaque para a estrutura tributária, que além de complexa e ineficiente, é uma das maiores fontes de desigualdade no Brasil. Será preciso discutir uma verdadeira reforma tributária, que não apenas simplifique a estrutura de impostos e contribuições, mas contribua para a equidade de renda, regional e para a transição ecológica. Atualmente, a única proposta em tramitação no Congresso Nacional que dialoga com essa perspectiva é a chamada “Reforma Tributária Justa e Solidária”, via Emenda Substitutiva Global 178 (BRASIL, 2019).
- No imediato pós crise, será fundamental ampliar o investimento público, priorizando a retomada de obras paradas, que exigem menor tempo de planejamento e aprovação. O espaço fiscal obtido com a ampliação da meta de déficit e os créditos extraordinários deve contemplar a necessidade de retomar esses investimentos tão logo a crise sanitária permita.

Política monetária e de crédito

Mesmo com a renda de 1 salário mínimo garantida, muitas famílias brasileiras irão necessitar ter acesso a crédito para dar conta de suas obrigações cotidianas. Além disso, diversas pequenas e médias empresas devem demandar o sistema bancário em busca de capital de giro. Os bancos privados, diante do cenário recessivo e da exacerbada preferência pela liquidez,

devem limitar sua oferta de crédito, a despeito da liberação de compulsório ou mudanças regulatórias promovidas pelo BC. Nesse sentido, as seguintes medidas devem ser tomadas:

- Concessão de crédito com prazos longos por parte dos bancos públicos, com juros baixos e algum período de carência para famílias e empresas que assim necessitarem.
- Capitalização dos bancos públicos, tendo em vista que a maior parte da demanda por crédito se concentrará sobre eles.
- O Banco Central deve permanecer atento às necessidades de liquidez do sistema bancário e financeiro, se valendo de todos os instrumentos dos quais dispõe para manter o funcionamento adequado do mercado e das instituições financeiras.
- Fortalecimento do BNDES tanto para dar conta da demanda por capital de giro, quanto para o financiamento da retomada da economia no momento imediatamente posterior ao fim da dimensão sanitária da crise.

Quadro 3 – Síntese das medidas propostas no curto prazo (2020)

Medida	Saúde	Assistência e Previdência	Política fiscal	Política Monetária e de Crédito
Curto prazo (2020)	Ampla testagem	Garantia de 1 SM para todos os cadastrados no CAdÚnico, trabalhadores informais não cadastrados, BPC e aposentadoria, MEI.	Alteração da meta de resultado primário	Oferta de crédito longo, barato e com carência para família e empresas, via bancos públicos, que deverão ser capitalizados
	Espaços para isolamento de casos suspeitos e confirmados que não exigem hospitalização	PBF: zerar fila	Abertura de crédito extraordinário volumoso	Garantir a liquidez e funcionamento adequado dos mercados e instituições financeiras
	Ampliação do número de leitos hospitalares e de UTI	INSS: zerar fila	Revogação do Teto dos gastos.	
	Ampliação do número de ventiladores mecânicos e insumos relacionados	CLT: Seguro desemprego prolongado	Capitalização de empresas e bancos públicas	

continua...

continuação

Medida	Saúde	Assistência e Previdência	Política fiscal	Política Monetária e de Crédito
	Ampliação do quadro de profissionais de saúde		Empresas (alívio de fluxo de caixa) .Adiamento e/ou cancelamento da cobrança de tarifas	
	Garantia de EPI para profissionais de saúde		Abandono da PEC Emergencial	
	Atendimento das pessoas no SUS sem impedimentos burocráticos			

Fonte: Elaboração própria.

Quadro 4 – Síntese das medidas propostas no médio/longo prazo

Medida	Saúde	Assistência e Previdência	Política fiscal	Política Monetária e de Crédito
Médio / Longo prazo	Garantia de recursos para acompanhamento das pessoas com sequelas decorrentes da Covid-19	Avançar na direção de uma renda de cidadania para trabalhadores informais e desempregados	Retomada de obras paradas	Fortalecimento do BNDES para financiar investimentos de longo prazo
	Retomada das medidas de financiamento para a realização do direito à saúde universal, integral, pública e de qualidade		Reforma tributária que seja eficiente e redistributiva	
			Substituição do conjunto de regras fiscais por uma nova simples e mais adequada às necessidades da sociedade	

Fonte: Elaboração própria

5. Conclusão

Mesmo que medidas adequadas de combate à pandemia sejam tomadas e se mostrem capazes de minimizar seus efeitos sociais e econômicos, a economia mundial deve sair muito diferente do que adentrou na crise. Em primeiro lugar, o endividamento público e os déficits fiscais serão extremamente elevados em 2020, tendo em vista que boa parte dos custos econômicos da crise serão arcados pelo setor público. O déficit público deve crescer tanto devido ao aumento de gastos (saúde, transferências, assistência, etc.), quanto em decorrência da diminuição da receita tributária, fruto da desaceleração do ritmo de crescimento global. Por sua vez, a dívida pública deve crescer fortemente, já que será a fonte imediata de financiamento do déficit público, mas também por que será largamente utilizada como instrumento de garantia de liquidez para os mercados financeiros, como já vem ocorrendo nos Estados Unidos (Cox, 2020).

Além do setor público, a crise também terá impactos de longo prazo sobre a dinâmica econômica do setor privado. As empresas que sobreviverem ao período de paralisação e recessão de 2020 retomarão suas atividades em um quadro de elevado endividamento, já que terão tido que acessar linhas de crédito para financiar os meses em que estiveram paradas. Caso haja apenas um adiamento (e não um abono) no pagamento de contas de luz, água, telefonia e aluguel, a receita das empresas deverá ficar profundamente comprometida com o pagamento parcelado dos créditos adquiridos durante o período mais agudo da crise. Além disso, a possibilidade de demissão massiva de trabalhadores ou redução do salário durante o período de crise (Folha de São Paulo, 2020), irá causar um enorme choque de demanda, que pode apresentar efeitos duradouros para as famílias e empresas.

Tendo em vista esse quadro, a recuperação econômica no pós-crise exigirá muito mais do que a mera normalização das condições financeiras e de crédito. Dada a fragilidade do setor privado, o Estado terá um papel decisivo na retomada da atividade econômica, seja como investidor direto, seja como indutor ou financiador do investimento. Ao mesmo tempo, como de praxe em momentos pós-crise, veremos uma enorme pressão dos mercados financeiros acerca da dinâmica do endividamento dos Estados pressionando as curvas de juros dos títulos de longo prazo para cima, clamando continuamente por cortes de gastos e redução da participação estatal na economia. Nesse sentido, o Estado será obrigado a coordenar a retomada da atividade econômica ao mesmo tempo em que precisará reconstituir suas bases de financiamento solapadas pela crise.

Esse quadro geral deve ser o pano de fundo que a economia brasileira encontrará no pós-crise, mas com alguns agravantes. Saindo de cinco anos

consecutivos de governos e reformas neoliberais, o Brasil foi aos poucos desmontando os instrumentos de intervenção do Estado na economia. Somado a sua histórica desigualdade e ao baixo dinamismo que tomou conta da economia brasileira nos últimos anos, nosso ponto de partida será bastante mais frágil e desafiador do que o de países desenvolvidos e mesmo alguns em desenvolvimento.

Prosseguir na agenda fracassada da austeridade e das reformas neoliberais é irrealista diante do cenário que se encontrará a economia brasileira no pós-crise. Será preciso recuperar a capacidade de atuação e coordenação do Estado, se valendo dos instrumentos já existentes e eventualmente criando novos instrumentos de planejamento e execução de políticas públicas que se mostrarem necessários. As redes de serviços públicos, como saúde, educação, transporte, habitação, saneamento, assistência, cultura, ciência e inovação, serão polos organizadores fundamentais para o desenvolvimento de setores econômicos inteiros a eles relacionados. As empresas estatais, com destaque para a Petrobras e Eletrobras, além dos Bancos Públicos, também podem se mostrar importantes na retomada do investimento, aumentando sua capacidade de induzir o investimento produtivo total.

A reorganização na relação “público-privado” só será possível caso as regras fiscais se mostrem adequadas a esse novo desenho. Neste sentido, a substituição do conjunto de regras fiscais atualmente existentes por uma regra fiscal simples e exequível, com característica anticíclica e que abra espaço para a expansão do investimento público e dos gastos sociais com elevado multiplicador, será fundamental no momento de retomada da economia no pós-crise.

Por fim, será fundamental a readequação da estrutura de financiamento do Estado através de uma ampla reforma tributária. O financiamento das despesas através da expansão da relação dívida/PIB será a marca do curto prazo, mas deverá ser substituído por uma perspectiva de estabilização dessa razão ao longo do tempo. Para isso, será preciso tanto retomar o nível de atividade, quanto repensar a estrutura tributária, de forma a dar conta do renovado papel estatal na dinâmica econômica.

A pandemia coloca em xeque a forma de organização da economia brasileira com as privatizações, condução das políticas econômicas com regras fiscais inadequadas, precarização do mercado de trabalho e vulnerabilidade social. Repensar o caminho e alterar a estratégia de desenvolvimento, adequando-a ao novo capitalismo que surgirá após a Coronacrise, será o grande desafio das próximas décadas.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA ESTADO. **Itália proíbe vendas a descoberto de ações por três meses.** 2020a. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/dmJW8

AGÊNCIA ESTADO. **Ação de BCs é limitada, é preciso usar política fiscal, diz Barry Eichengreen.** 2020b. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/efkP3

AMIB. **Aumento Capacidade de Atendimento aos Doentes Críticos em Situações de Desastres.** 2020. Acesso em: 16 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/kpBCZ

BANCO MUNDIAL. **Swift action can help developing countries limit economic harm of coronavirus.** 2020. Acesso em: 18 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/eiOS5

BARBOSA, Nelson. O problema das três regras fiscais. **Le Monde Diplomatique Brasil**, 2019. Acesso em: 18 mar. 2020 Disponível em: <https://bit.ly/393p6FC>

BRASIL. **Emenda Substitutiva Global 178/2019 PEC04519.** Emenda Substitutiva Global à PEC nº 45/2019, que altera o Sistema Tributário Nacional e dá outras providências. 2019. Acesso em: 19 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/jzU38

CANZIAN, Fernando. SUS nos estados não tem leitos de UTI contra o coronavírus. **Folha de São Paulo.** 2020. Acesso em: 16 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/mGHK7

COX, Jeff. Fed to pump in more than \$1 trillion in dramatic ramping up of market intervention amid coronavirus meltdown. **CNBC News.** 2020. Acesso em: 19 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/bfF38

DOMINGUES, Edson *et al.* **Efeitos contracionistas da PEC Emergencial? O impacto da incerteza do pagamento de salários do setor público na economia brasileira.** Nota técnica - NEMEA/FACE/UFMG, 2020. Acesso em: 19 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/suvyS

DOWD, Jennifer toBeam *et al.* Demographic science aids in understanding the spread and fatality rates of COVID-19. **Working Paper**. 2020. Acesso em: 16 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/gqsvZ

DURDEN, Tyler. **The World Is Hit With A \$12 Trillion Dollar Margin Call**. 2020. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/lHOZ4

EXAME. Bolsa Família já tem fila de 3,5 milhões de pessoas. 2020. Acesso em: 19 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/ixJT7

FARREL, Henry; NEWMAN, Abraham. **Will the Coronavirus End Globalization as We Know It?** 2020. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/erB18

FERGUSON, Neil *et al.* Impact of non-pharmaceutical interventions (NPIs) to reduce COVID19 mortality and healthcare demand. **Imperial College COVID-19 Response Team**. 2020. Acesso em: 19 mar. 2020 Disponível em: bit.ly/33stixE

FINANCIAL TIMES. **How European economies are trying to mitigate the coronavirus shock**. 2020a. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/wDEK9

FINANCIAL TIMES. **Chegou a hora de uma resposta fiscal global à covid-19**. 2020b. Acesso em: 17 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/gvyCS

FMI. GDP based on PPP, share of world - **World Economic Outlook**. October 2019. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/ELPY9

FMI. **Policy Steps to Address the Corona Crisis**. 2020. Acesso em: 18 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/inovR

FOLHA DE SÃO PAULO. **Governo vai permitir que empresas cortem jornadas e salários pela metade por conta de crise do coronavírus**. 2020. Disponível em: <https://bit.ly/2J1uyys>

GALILEU. **Pacientes recuperados da Covid-19 podem ter danos permanentes nos pulmões**. 2020. Acesso em: 19 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/fnqOW

G1. **Com economia paralisada, produção industrial da China registra 1ª contração em quase 30 anos.** 2020. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/nqHQ1

GREELEY, Brendan; RENNISON, Joe; SMITH, Colby. **Fed vai comprar ‘commercial paper’ para evitar turbulência.** 2020. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/azQS5

JONES, Lora; BROWN, David; PALUMBO, Daniele. **Coronavírus: Oito gráficos que mostram o impacto da covid-19 sobre a economia mundial.** 2020. Acesso em: 17 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/ikrQR

JOYNER, James. **Mankiw on the Pandemic.** 2020. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/afhPT

LAZARINI, Jader. Coreia do Sul divulga pacote econômico para frear impacto do coronavírus. **Sunoresearch.** 2020. Acesso em: 19 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/goAGQ

LE MONDE. **Nous sommes en guerre:** Emmanuel Macron sonne la « mobilisation générale » face au coronavirus. 2020. Acesso em: 18 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/iCHVZ

LI, Audrey Jiajia. How China’s coronavirus health care workers exposed the taboo on menstruation. **South China Morning Post.** 2020. Acesso em: 16 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/gDFQ6

MALTA, Deborah Carvalho *et al.* Probabilidade de morte prematura por doenças crônicas não transmissíveis, Brasil e regiões, projeções para 2025. **Revista Brasileira de Epidemiologia**, 22, E190030, 2019. Acesso em: 16 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/elv59

MINISTÉRIO DA ECONOMIA. **Nota Informativa** – O Coronavírus e seu Impacto Econômico no Brasil. 2020. Acesso em: 17 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/ghrsD

MONELLA, Lillo Montalto. **Coronavirus:** Italy doctors ‘forced to prioritise ICU care for patients with best chance of survival’ Euronews. 2020. Acesso em: 16 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/bFKLV

PARTINGTON, Richard. US government to give citizens emergency financial aid. **The Guardian**. 2020. Acesso em: 18 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/cnOQR

R7. **Na Europa, medo do coronavírus leva a corrida aos mercados**. 2020. Acesso em: 17 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/aIKT1

RIBEIRO, Mariana. PEC Emergencial, se já estivesse aprovada, barraria planos de Guedes. **Valor Econômico**. 2020. Acesso em: 18 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/hitOT

ROCHA, Rudi *et al.* **Estimação de Custos de Hospitalizações em UTI por COVID-19 no SUS: Limite Inferior por Cenários Populacionais de Infecção**. Nota Técnica Número 2. 2020. Acesso em: 16 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/yNP68

ROSSI, Pedro; Dsó WECK, Esther. Impactos do Novo Regime Fiscal na saúde e educação. 2016. **Cadernos de Saúde Pública**, 32, n. 12, e00194316, 2016.

SAEZ, Emmanuel; ZUCMAN, Gabriel. **Keeping Business Alive: The Government as Buyer of Last Resort**. 2020. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/sOTU3

SPINNEY, Laura. How pandemics shape social Evolution. **Nature**. 2019. Acesso em: 17 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/juKM5

SPARROW, Andrew. **Coronavirus UK: £330bn of business loans made available as PM says school closures ‘under continuous review’ – as it happened**. 2020. Acesso em: 18 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/xMQS0

TU, Lianting; SAYSON, Ian. **Philippines Becomes First Country to Shut Financial Markets Thanks to Virus**. 2020. Acesso em: 17 mar. 2020. Disponível em: shorturl.at/fvC39

UOL. **Espanha estatiza hospitais privados para garantir atendimento em pandemia**. 2020. Acesso em: 19 mar. 2020 Disponível em: shorturl.at/jyQW2

CAPÍTULO 6

A CORONACRISE, A ECONOMIA GLOBAL E A PERIFERIA: uma síntese do choque em curso¹

André Biancarelli
Renato Rosa
Rodrigo Verghnanini

1. Introdução

Passadas apenas quatro semanas desde a decretação da pandemia de COVID-19 pela OMS, em 11 de março de 2020, não resta mais dúvida de que o mundo está diante de um dos seus maiores desafios desde a Segunda Guerra Mundial (na impactante expressão da chanceler alemã Angela Merkel). O entrelaçamento – com características bastante específicas – entre a dimensão sanitária e econômica dos problemas tem levado a uma série de reações e reflexões mundo afora, com muita informação e análise circulando em ritmo intenso. Enquanto no Brasil algumas autoridades debatem a suposta “escolha” entre perdas humanas ou de empregos, é claro para instituições e agentes relevantes que a crise econômica está instalada, tem dimensões dramáticas e está sendo, pela maior parte dos governos responsáveis, enfrentada com instrumentos também sem precedentes.

O objetivo desta nota é oferecer um panorama sucinto de algumas das informações disponíveis – até o dia 14 de abril de 2020 – sobre os impactos da coronacrise na economia internacional, com foco especial nos países periféricos. Abstendo-se de examinar o vasto tema das reações de política (já bastante discutido²), o texto destaca a dupla natureza das dificuldades, examina os seus canais de transmissão internacional e organiza as estimativas que vêm sendo feitas por diferentes organismos a respeito das perdas econômicas que devem se verificar no ano de 2020.

1 Publicado originalmente como Nota do Cecon n. 12, em 14/04/2020.

2 Ver por exemplo o levantamento preliminar feito na nota 9 do Cecon, (república da como cap. 13 do presente livro).

2. A dupla natureza da crise econômica

Crises econômicas, além de comuns na história do capitalismo, geralmente têm entre suas causas fatores pelo lado da oferta (choques de preços/escassez de insumos e fontes de energia; guerras ou outras calamidades que exigem direcionamento da produção; destruição física de estruturas ou regiões etc.) ou da demanda (choques de política monetária/fiscal; excesso de capacidade ou superprodução derrubando as decisões de investir; “explosão” de bolhas especulativas com comprometimento de sistemas financeiros etc.). Neste último exemplo, o que tipicamente faz a crise sair “de *Wall Street* para *Main Street*” – na imagem muito utilizada nos Estados Unidos – é a interrupção do crédito e no limite até do sistema de pagamentos, bloqueando o circuito do gasto que faz girar o dinamismo econômico.

Nesta clivagem, a crise atual parece singular por combinar graves problemas nas duas dimensões, oferta e demanda. A interrupção de boa parte das atividades produtivas por causa de uma epidemia é em si um abalo na oferta – provavelmente muito mais duradouro e profundo do que foi a paralisação aguda enfrentada pelo Brasil na greve dos caminhoneiros dois anos atrás. Pelo outro lado, o risco de falência generalizado (especialmente para pequenos e médios negócios), o medo do desemprego e a própria limitação (voluntária ou forçada) da circulação de pessoas enseja um choque negativo de demanda – cuja dimensão, no caso brasileiro, começa a ser desenhado pelas primeiras cifras do mês de março que vão surgindo no noticiário. Por isso faz menos sentido ainda o discurso irresponsável de “reabrir o comércio” de maneira prematura; na igualdade entre gasto e renda, o autônomo é o primeiro, e ele está retraído de maneira inequívoca.

Porém, o ponto a sublinhar é que há outra “dupla natureza” envolvida, a afetar especialmente países periféricos ou em desenvolvimento como o Brasil. Há muitos episódios na história de “importação” de crises, de maneira independente das condições internas da economia; mas também existem (menos frequentes) episódios protagonizados por fatores domésticos. O contraste entre a crise de 2008 e a de 2014/15 é ilustrativo das diferenças: enquanto a primeira vem de fora e atinge o Brasil em seu melhor momento econômico em algumas décadas; a segunda é produto de uma dinâmica interna, com participação secundária do cenário internacional para a profundidade, a duração e o padrão de resposta que (até hoje) se deu à desaceleração/recessão. Voltando uma década antes, compare-se as dificuldades cambiais vividas pelo Brasil entre 1998 e 99 (na esteira das crises nas “economias emergentes”) e os efeitos do “apagão” de energia elétrica em 2001.

Pois bem, a coronacrise também parece ser ao mesmo tempo um colapso nas economias nacionais provocado pela única política efetiva para conter as perdas humanas com a doença (distanciamento social, *lockdowns* em proporções e momentos variáveis) e um choque simultâneo, agudo mas possivelmente de longa duração, nas engrenagens da economia global. Tanto nas produtivas e comerciais quanto nas financeiras. A crise interna e a “importada” se autoalimentam – o que tende a ser mais adverso para nações situadas em posições inferiores nas assimetrias e hierarquias (nas duas dimensões) que marcam o mundo contemporâneo.

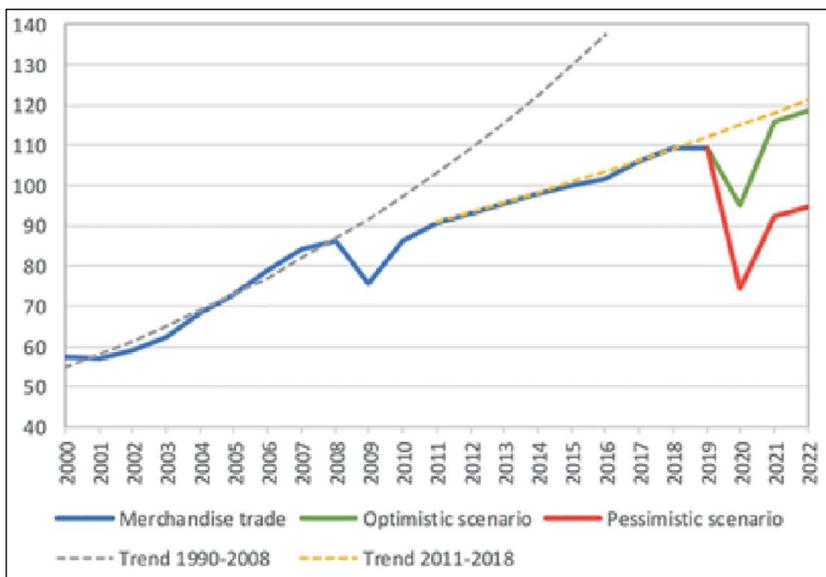
O foco aqui é nesta dimensão externa, e a análise deve naturalmente partir do exame dos canais de transmissão da crise – que, no caso são mais canais de reforço das dificuldades que a dinâmica interna das economias já apresentaria de qualquer modo. O cenário é impressionante, em termos absolutos e nas comparações históricas, em todas as frentes.

3. Os canais de transmissão (ou reforço) internacional

a. Comércio internacional

O comércio mundial já vinha agonizante mesmo antes da crise atual. Em 2019, em grande parte devido à adoção de progressivas barreiras comerciais entre os EUA e a China, as trocas de bens contraíram-se 0,1%. Devido aos efeitos do COVID-19 sobre a economia mundial, as incertezas sobre seus desdobramentos e as reações já observadas, o quadro em 2020 certamente será em muito agravado. A OMC³ estima uma queda que pode variar entre 13% (no cenário otimista) e 32% (no pessimista); mesmo no melhor dos casos será mais intensa do que a verificada na sequência da crise financeira de 2008/09 (Gráfico 1).

3 WTO (2020). *Trade set to plunge as COVID-19 pandemic upends global economy*. Press release 855, 08 de abril. Disponível em https://www.wto.org/english/news_e/pres20_e/pr855_e.pdf

Gráfico 1 – Comércio internacional de mercadorias (volume), 2015=100

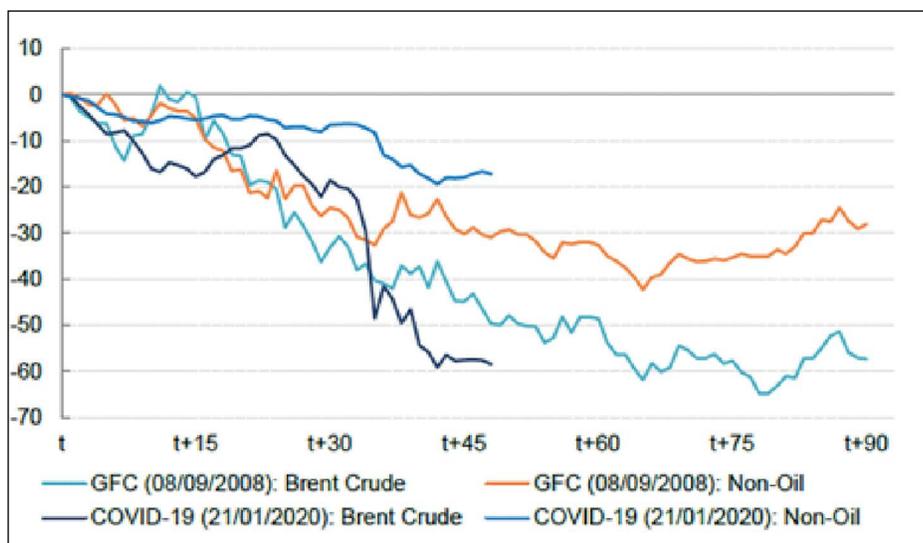
Fonte: WTO (2020, p. 2).

Citando a interrupção das atividades em vários setores das economias nacionais (entre eles todos ligados ao turismo, as manufaturas para exportação etc.) e as muitas trajetórias possíveis para o futuro próximo – tanto a evolução da doença quanto os seus impactos econômicos e reações de política relativas ao comércio internacional – a organização alerta para a precariedade deste exercício de previsão, e não descarta a possibilidade de uma forte recuperação já em 2021. Mas destaca indicadores coincidentes registrando quedas expressivas já em março – como o *Purchasing Manager's Indice* (PMI) do JP Morgan, que marcava 43,3 para exportações de manufaturados e 35,5 para serviços (a partir do cenário base de 50). Na crise de mais de uma década atrás, o ponto mais baixo deste índice (30,6) foi atingido três meses depois do colapso financeiro em setembro de 2008.

No prognóstico da OMC, o comércio de serviços tende a ser mais afetado do que o de mercadorias (pelos já disseminados bloqueios à circulação internacional), mas entre as trocas de mercadorias, as cadeias de valor mais complexas (eletrônicos e produtos automotivos) e os embarques da Ásia e América do Norte tendem a ser os mais duramente atingidos. De todo modo, o cenário é de perda de dois dígitos em praticamente todas as regiões. Para a América Latina em geral e o Brasil em particular, importa muito o comportamento dos preços de *commodities* – e também nesta frente as notícias são bastante negativas.

Segundo a UNCTAD⁴, a queda nas cotações desde o início da crise (fixado em 21/01/2020), foi de 37%. O preço do petróleo Brent, que foi impactado por outros processos adversos neste período, teve queda aproximada de 60% (somente comparável à contração observada no imediato pós-crise financeira global, quando perdeu cerca de 50% no mesmo intervalo de 45 dias) e puxa os índices compostos para baixo. Mas as demais *commodities* também têm suas cotações afetadas em quase 20% no período, com a queda concentrada em metais e produtos minerais (Gráfico 2). Passadas algumas semanas desde a publicação deste relatório, o cenário se mantém parecido, com o índice composto CRB acumulando no ano queda de mais de 30%.

Gráfico 2 – Preços de *commodities* (mudança percentual: “t+ x dias úteis”)



Fonte: UNCTAD (2020, p. 5).

Como resultado do duplo choque sobre volumes e preços internacionais, a nota da UNCTAD projeta uma perda de quase US\$ 800 bilhões em receitas de exportação dos países em desenvolvimento como um todo (excluindo a China) em 2020. Estima-se também que suas importações podem contrair US\$ 575 bilhões, de tal forma que é esperada uma queda na balança comercial desses países em US\$ 225 bi. Em publicação de algumas semanas antes, a mesma UNCTAD⁵ chamava a atenção para a elevada dependência de algumas

4 UNCTAD (2020b). *The Covid-19 Shock to Developing Countries: Towards a “whatever it takes” programme for the two-thirds of the world’s population being left behind*. Trade and Development Report Update 2, março. Disponível em https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gds_tdr2019_covid2_en.pdf

5 UNCTAD (2020a). *The coronavirus shock: a story of another global crisis foretold and what policymakers should be doing about it*. Trade and Development Report Update, março. Disponível em <https://unctad.org/>

nações em relação à China. Seja exportando commodities, seja integrando as cadeias de valor asiáticas de alto conteúdo tecnológico, Mongólia, Vietnã, Congo, Camboja e Malásia (todos com mais de 25% do PIB em comércio com a China) eram as nações mais dependentes.

Mas para todos os países em desenvolvimento, o impacto é grande. E outros itens da Conta Corrente do Balanço de Pagamentos (transferências unilaterais, pagamento de *royalties* e remessas de lucros) tendem a acentuar a necessidade de financiamento externo. Por este outro lado, também há piora acentuada das condições – o que não surpreende pela ocorrência, mas sim pela magnitude.

b. Fluxos de capital e condições financeiras

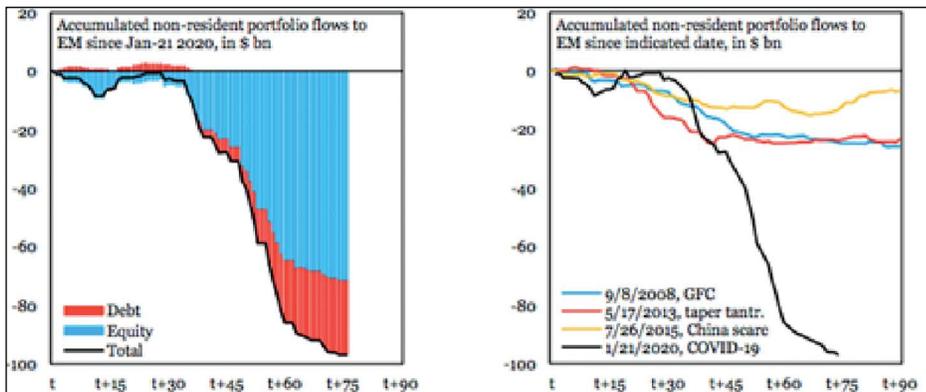
O comportamento das finanças internacionais, não é novidade, caracteriza-se por ciclos, fases de abundância e escassez na liquidez internacional (especialmente quando envolve os chamados “mercados emergentes”). Por vezes, ao longo das últimas décadas, uma “onda” do ciclo foi interrompida por movimentos abruptos – muito mais comuns na direção de uma interrupção no financiamento externo, ou o que a literatura costuma chamar de *sudden stop*. Dados sobre fluxos de capital são mais opacos e menos “tempestivos” do que os do comércio internacional, mas as poucas indicações já disponíveis, diretas e indiretas, projetam uma “parada súbita” também histórica.

O *Institute of International Finance*⁶, organização que reúne os maiores bancos internacionais e monitora os fluxos de capitais para mercados emergentes, traz cifras e previsões bastante eloquentes nesta direção. Como registrado no Gráfico 3, o monitoramento diário do movimento em fundos globais para aplicações de *portfolio* nestes países mostra um acumulado de quase US\$ 100 bilhões de perdas nos primeiros 75 dias que se seguem ao 21 de janeiro de 2020, marco zero da crise atual.

en/PublicationsLibrary/gds_tdr2019_update_coronavirus.pdf

6 IIF (2020). *Sudden Stop in Emerging Markets*. Capital Flows Report, 09 de abril. Disponível em https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/2_IIF2020_April_CFR.pdf

Gráfico 3 – Fluxos de capital de não residentes, portfólio

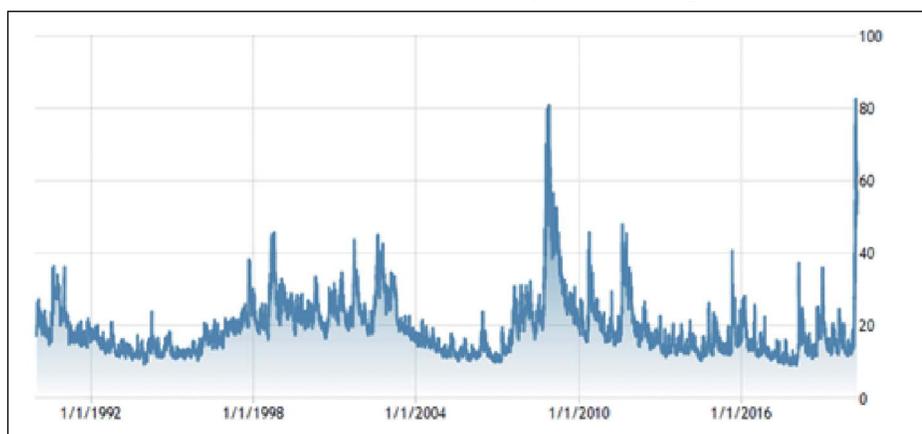


Fonte: IIF (2020, p. 3).

As perdas são mais intensas nos investimentos em ações do que nos títulos de dívida e superam, em algumas vezes, as retrações nestes fluxos observadas em episódios recentes de fuga generalizada (os temores em relação à China em 2015; o *taper tantrum* de 2013; e mesmo a crise financeira global em 2008). Diferentemente do que havia sido observado no início do ano, no mês de março a fuga de capitais não se concentrou na Ásia (região de origem do COVID-19), mas foi observada em todas as regiões de emergentes.

Outro indicador coincidente das condições financeiras internacionais, com grande capacidade preditiva sobre os fluxos de capital em tela, é o VIX, índice de volatilidade implícita nos contratos de opções relacionados ao índice S&P 500, e que serve como termômetro do grau de incerteza de aplicadores globais. Como ilustrado no Gráfico 4, só há um paralelo com o patamar recorde de 82,69 pontos atingido no último dia 16 de março: a máxima anterior de 80,86 no momento mais agudo da crise financeira de 2008. Desde esse pico, o índice recuou para pouco mais de 50 nas primeiras semanas de abril, em resposta às sucessivas ações de socorro financeiro anunciadas pelas autoridades monetárias, mas o “pânico” assim medido ainda é o mais elevado desde o início de 2009.

Gráfico 4 – Índice de volatilidade implícita (VIX), pontos-base



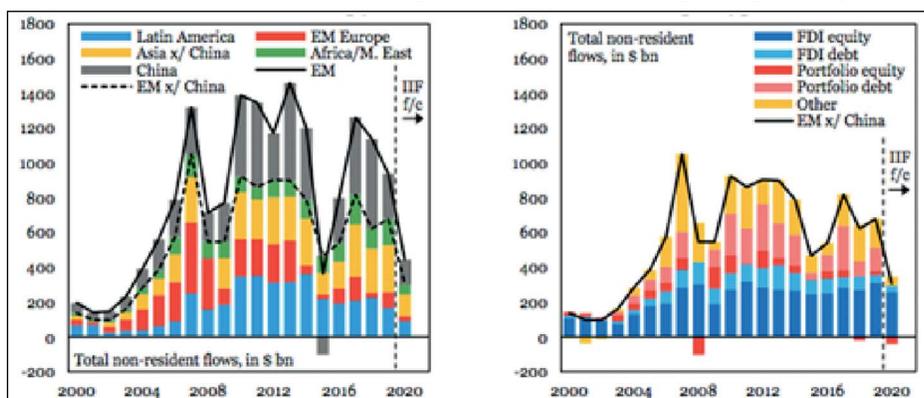
Fonte: CBOE; *Trading Economics*.

Por conta destas e de outras indicações disponíveis é que o IIF projeta, em seu já citado relatório, uma contração de mais de 50% nos *influxos* totais em 2020 para sua amostra de 24 economias emergentes mais importantes – neste caso excluindo a China. Mesmo com ela incluída, a retração prevista é histórica, e os valores absolutos voltariam aos níveis da primeira metade da década de 2000, antes da ascensão rumo ao pico de 2007 (Gráfico 5). Distribuída entre todas as regiões emergentes, esta queda deve ser liderada, como já evidente, pelos fluxos de *portfólio* (ações e títulos) e representará sérias dificuldades de financiamento para um largo espectro de países. A instituição projeta inclusive a necessidade de socorro de liquidez junto a instituições multilaterais – notadamente o FMI.

No final de 2018, o total da dívida de países em desenvolvimento representava 193% do seu PIB combinado, o maior da série histórica, e contrastante com pouco mais de 100% em 2008 (UNCTAD, 2020). A razão dívida externa/exportações cresceu significativamente na média da América Latina, África Subsaariana e Oriente médio e ao longo do mesmo período muitos países queimaram grande parte das suas reservas internacionais. Assim, o efeito financeiro da coronacrise vem agravar uma situação já delicada em termos do passivo externo líquido das economias em desenvolvimento.

Não é de surpreender que, neste contexto, as taxas de câmbio dos países em desenvolvimento tenham sofrido expressiva desvalorização, especialmente no mês de março. A perda de valor acumulada no ano das moedas do Brasil (mais de 30%), Rússia, África do Sul, México e Colômbia superou 25%, mas ela é generalizada. Em países com alta exposição à dívida externa, tal movimento tende a ampliar a vulnerabilidade – que já vinha, por esse ângulo, sendo destacada por vários organismos como a UNCTAD e o BIS.

Gráfico 5 – Fluxos totais de capital de não residentes, por região e tipo



Fonte: IIF (2020, p. 2).

Por outro lado, há países – como o Brasil – que mantêm volumes expressivos de reservas internacionais, o que poderia permitir maior fôlego durante os períodos de seca por vir. Também são favoráveis – mas aparentemente muito insuficientes – as medidas adotadas pelo Banco Central americano com o intuito de atenuar a escassez de dólares enfrentada pelas economias.⁷

Portanto, diante das perspectivas bastante adversas do cenário internacional tanto do ponto de vista comercial como financeiro, as estimativas apontam para um rápido agravamento na capacidade dos países em desenvolvimento em acessar divisas em montante suficiente para cumprir suas necessidades de importação e liquidar compromissos financeiros externos. A suspensão dos fluxos de financiamento externo (“parada súbita”) ultimamente pode obrigar esses países a adotarem ajuste substantivo na sua conta corrente, dificultando ou impedindo políticas domésticas de estímulo econômico.

É neste contexto que proliferam no debate financeiro internacional nos últimos dias propostas para alívio ou moratória coordenada de dívidas externas de economias menos desenvolvidas, uma ampliação nos acordos de *swap* e na emissão de direitos especiais de saque (SDRs) por parte do FMI, reforço nos arranjos financeiros regionais e outras propostas – mais ou menos ousadas – de coordenação ou reforma emergencial na arquitetura financeira internacional.⁸ Outros episódios – por suposto menos graves do que o atual – foram

7 Além de ampliar o acesso às linhas de *swap* em dólar para um grupo maior de países (incluindo Brasil e México), passou a permitir, a partir do dia 31 de março, que qualquer banco central com uma conta no Fed de Nova York possa usar suas reservas internacionais como colateral para empréstimos de dólares a juros reduzidos (programa divulgado como “FIMA Repo Facility”).

8 Além dos já citados documentos da UNCTAD (2020a e b), alguns dos outros exemplos são Gourinchas, P. e Hsieh, C. (2020). *The COVID-19 Default Time Bomb*. Project Syndicate, 09 de abril (disponível em <https://>

incapazes de fazer avançar uma agenda como essa, mas talvez a urgência a empurre agora.

4. As primeiras estimativas de perdas

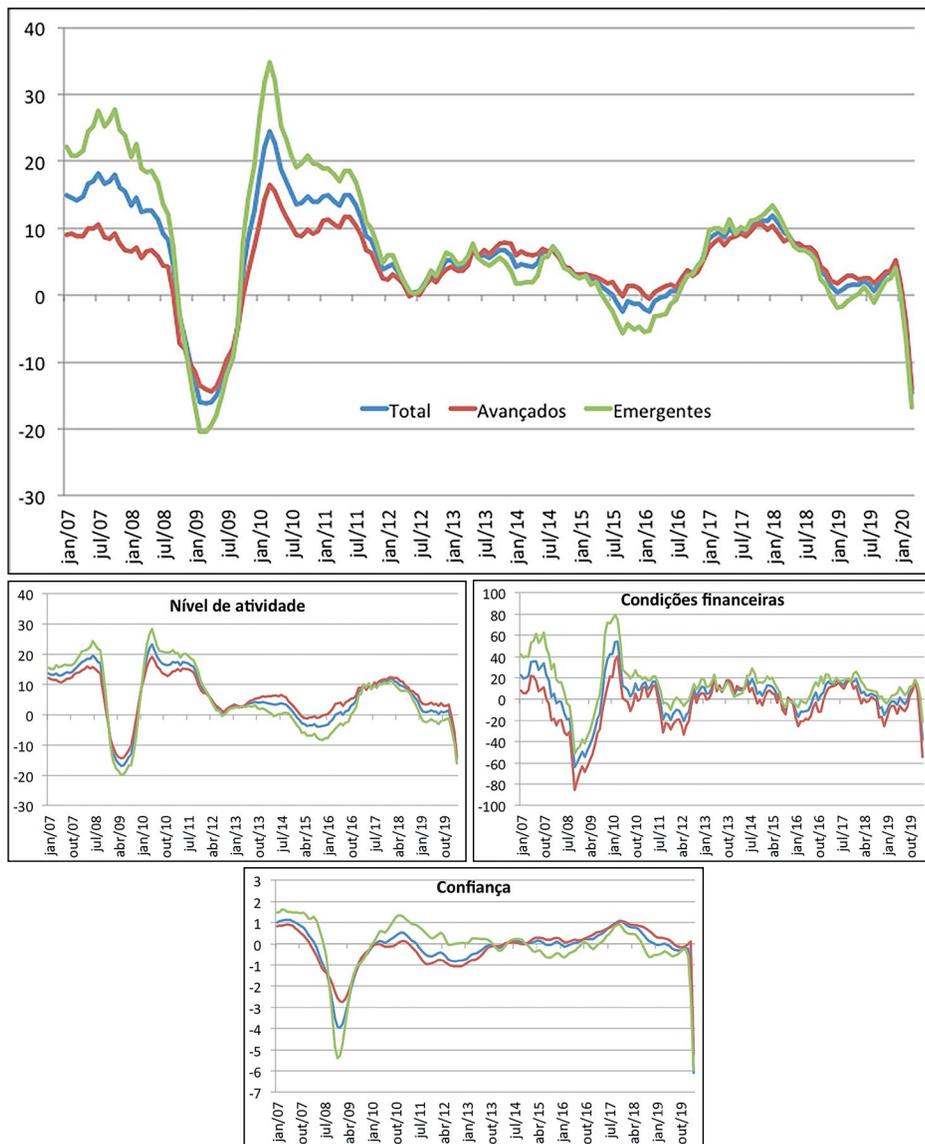
Todos os impulsos negativos vindos da dinâmica doméstica, somados aos canais de reforço das pressões contracionistas aqui descritos, têm levado a uma revisão significativa das projeções de crescimento da economia global, regiões e países em particular. Ressalte-se mais uma vez a dificuldade de se fazer estimativas como estas, ainda mais nos estágios iniciais de uma crise com várias características inéditas e disruptivas. Porém, todos os diferentes cálculos atualmente apontam numa mesma direção, e as divergências existentes parecem se dever mais à velocidade da piora no cenário.

Na realidade, os primeiros sinais de retração, muito fortes, já estão disponíveis. Divulgada em 12 de abril, uma nota de prestigiados economistas da *Brookings Institution*⁹ apresentava os números atualizados de seu mapeamento *Tracking Indexes for the Global Economic Recovery* (cujo nome soa inadequado para o momento), uma espécie de termômetro instantâneo da economia global, formado por dados relativos a nível de atividade, condições financeiras e estado de confiança do setor privado. As principais tendências no índice composto e nos sub-índices, para as economias avançadas e emergentes desde o momento anterior à crise de 2008, vão apresentadas no Gráfico 6.

www.project-syndicate.org/commentary/covid19-sovereign-default-time-bomb-by-pierre-olivier-gourinchas-and-chang-tai-hsieh-2020-04) e Gallagher, K.; Gao, H.; Kring, W.; Ocampo, J. e Volz, U. (2020), Safety First: Expanding the Global Financial Safety Net in Response to COVID-19. Gegi Working Paper 037, abril (disponível em: http://www.bu.edu/gdp/files/2020/04/GEGI-GDP_WorkingPaper_0037_r01.pdf). E inclusive um comunicado conjunto entre FMI e Banco Mundial que revela sensibilidade para o tema (no caso dos países mais pobres pertencentes à IDA): <https://www.worldbank.org/en/news/statement/2020/03/25/joint-statement-from-the-world-bank-group-and-the-international-monetary-fund-regarding-a-call-to-action-on-the-debt-of-ida-countries>

9 Prasad, E. e Wu, E. (2020). *April 2020 update to TIGER: The coronavirus collapse is upon us*. Brookings Institution, 12 de abril. Disponível em: <https://www.brookings.edu/research/april-2020-update-to-tiger-the-coronavirus-collapse-is-upon-us/>

Gráfico 6 – Índices de recuperação econômica, composto e sub-índices (jan./07mar./20)



Fonte: Prasad e Wu (2020), elaboração própria.

Nota-se um patamar já muito baixo no indicador total (-14,6), próximo do valor mínimo da série iniciada em 2005, que havia sido atingido só alguns meses após o clímax da crise financeira de 2008 (-16,2 em março de 2009). E também algumas das características mais comentadas das dificuldades atuais: trata-se

de um colapso mais da economia real e da confiança, que atinge duramente o sistema financeiro mas que não se origina nele. Um aprofundamento e duração da crise financeira – que medidas não convencionais e pacotes expressivos de resgate têm tentado evitar nos países centrais – no entanto, pode ter rebatimentos de volta sobre os indicadores reais e de confiança, tornando a dinâmica ainda mais negativa. À semelhança de 2008, também destaque-se que o abalo na confiança e (já) no nível de atividade são mais pronunciados nos emergentes do que nas economias avançadas, em linha com o que se tem argumentado aqui. Mesmo que a crise pareça, até agora, um fenômeno mais global do que a de 12 anos atrás (quando China e Índia tiveram um grau de isolamento bem maior). Como alertam os autores do estudo, os números parecem mostrar apenas a parte dianteira do colapso, e sugerem que o (muito) pior está por vir.

Do ponto de vista das previsões, foram várias as cifras divulgadas com (justificado) alarde na imprensa nos últimos dias. A Tabela 1 sintetiza as estimativas de 3 instituições que já revisaram seus cenários de maneira mais ampla até a terceira semana de abril: *Institute of International Finance*, *Economist Intelligence Unit* (o braço de pesquisa da revista *The Economist*) e o Fundo Monetário Internacional. O contraste entre as previsões anteriores ao agravamento da coronacrise e os números mais recentes explicitam o choque que a pandemia está provocando na economia global.

Tabela 1 – Estimativas de crescimento do PIB em 2020, agregados e países

	IIF*		EIU**		FMI***	
	out/19	abr/20	Pré-COVID	26/mar	jan/20	abr/20
Mundo	2,6%	-2,8%	2,3%	-2,2%	3,4%	-3,0%
EUA	2,0%	-3,8%	1,7%	-2,8%	2,1%	-5,9%
China	5,8%	2,1%	5,9%	1,0%	5,8%	1,2%
Euro Area	1,2%	-5,7%	0,9%	-6,8%	1,4%	-7,5%
Países em desenvolvimento	4,2%	-0,5%			4,6%	-1,0%
América Latina	1,2%	-5,0%			1,8%	-5,2%
Brasil	2,0%	-4,1%	2,4%	-5,5%	2,0%	-5,3%

Fonte: instituições (ver abaixo). Elaboração própria.

* IIF (2020, p. 2). Neste caso, “países em desenvolvimento” representa a amostra de 25 mais importantes “economias emergentes” do instituto, incluindo a China.

** EIU (2020). *COVID-19 to send almost all G20 countries into a recession*. The EIU Update, 26 de março, disponível em <https://www.eiu.com/n/covid-19-to-send-almost-all-g20-countries-into-a-recession/>. Neste caso os dados para “Euro Area” são os relativos à Alemanha apenas.

*** IMF (2020). *World Economic Outlook Database*, abril. Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases>.

Dos números previstos para a recessão global, o mais suave (talvez por ser o mais “antigo”, já com mais de duas semanas) é o de -2,2%, do *EIU*. Este número já seria pior do que o verificado em 2009 (-2%), e paralelos (numéricos) com as perdas causadas pela Segunda Guerra ou na Grande Depressão vão se tornando cada vez mais frequentes. A última coluna da tabela traz a mais recente cifra divulgada, do FMI, de queda do PIB mundial para impressionantes -3,0%. Para todas as linhas (à exceção da China, que já começa a se recuperar), esses últimos números do FMI são piores do que as das outras instituições. No caso do Brasil, a cifra ao redor de -5% (também estimada recentemente pelo Banco Mundial¹⁰) faria de 2020 o ano com pior desempenho econômico registrado na história.

Para a América Latina e o Caribe como um todo, o Banco estimava uma perda de -4,6%, em linha com as previsões da tabela, e muito pior do que a previsão da CEPAL¹¹ divulgada quase duas semanas atrás (-1,8%). A Comissão era então explícita ao alertar que seu número poderia ser “otimista”, e não descartar uma queda do PIB superior a 4%, a depender das medidas econômicas adotadas e da efetividade das medidas de contenção da pandemia na região. Mais preocupante (e menos incertos) seriam os impactos sobre o comércio exterior (as exportações da região, em valor, devem apresentar uma redução de 10,7% em 2020, sendo uma queda de 8,2% dos preços e 2,5% do volume) e sociais (estima-se que a pobreza e a pobreza extrema devem aumentar, respectivamente, 3,5 e 2,3 pontos percentuais).

Se o ritmo das revisões (para baixo) das estimativas de crescimento para 2020 também é sintoma da violência da crise e da brutal incerteza sobre seu desenrolar, projetar a recuperação é tarefa ainda mais difícil. Todas as estimativas disponíveis devolvem a economia global (e os países/agregados listados na Tabela 1) ao terreno positivo, mas muitos analistas vinculam a brevidade da recessão a fatores críticos como a contenção dos riscos de colapso financeiro, a necessidade de cooperação internacional em matéria comercial e financeira, as já mencionadas providências para mitigação ou moratória de dívidas externas de economias periféricas. Pra não mencionar a dimensão e a efetividade de ações no plano doméstico com vistas à garantia de emprego e renda diante da paralisação das atividades.

E neste sentido economistas do BIS¹² (apesar de não detalharem numericamente suas previsões) projetam dois cenários muito claros: um choque

10 World Bank (2020). *The economy in the time of COVID-19*. Semiannual report of the Latin America and Caribbean Region, abril. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/33555>.

11 CEPAL (2020). *América Latina y el Caribe ante la pandemia del COVID-19: Efectos económicos y sociales*. Informe especial COVID-19 n. 1. 03 de abril. Disponível em <https://www.cepal.org/pt-br/node/51176>

12 Kohlscheen, E.; Mojon, B.; Rees, D. (2020). *The macroeconomic spillover effects of the pandemic on the global economy*. BIS Bulletin n. 4, 6 de abril. Disponível em <https://www.bis.org/publ/bisbull04.htm>

em “V” (implícito nas previsões acima comentadas, com o confinamento e as perdas econômicas restritas ao primeiro semestre de 2020) ou em “W” (no qual as restrições e principalmente a retração do PIB se desdobram até o fim do ano). Os riscos para a segunda trajetória seriam oriundos não apenas de ondas sucessivas da epidemia dentro de cada nação – fruto do trânsito internacional de pessoas e/ou de retomadas descoordenadas das atividades, que teriam que ser interrompidas novamente – mas também de falhas na coordenação nos canais examinados na presente nota: o comércio e as finanças globais. Na expressão dos autores, não há imunidade aos efeitos econômicos da doença se ela for contida em apenas algumas regiões, assim como não pode haver confinamento, controle de fronteiras e ações anticíclicas decididas isoladamente.

E com isso retorna-se ao início desta nota: a coronacrise, enquanto choque adverso de oferta e de demanda, crise doméstica mas também transmitida e reforçada pelas engrenagens da economia global integrada, exige esforços em todas estas frentes, sob risco de se concretizarem rupturas ainda piores do que as já projetadas. Tal desafio certamente demanda vontade política, ousadia, criatividade e coordenação, atributos escassos na atual constelação de líderes globais. E inexistentes no caso brasileiro.

Daqui para frente, parece essencial acompanhar e atualizar este cenário complexo e particularmente adverso para economias periféricas. Assim como examinar de modo detalhado os impactos da crise no setor externo da economia brasileira – o que será possível quando estiverem disponíveis as informações relativas ao mês de março.¹³

13 Ver Biancarelli, A., Rosa, R. e Vergnhanini, R. (2020). O impacto da coronacrise no setor externo da economia brasileira: as evidências iniciais e as ameaças maiores. Nota do Cecon n. 13, 14/05/2020, disponível em https://www.economia.unicamp.br/images/arquivos/Nota_13_Cecon.pdf.

CAPÍTULO 7

AÇÃO TARDIA, INAÇÃO PRECOCE, NOVA AÇÃO TARDIA: o PIB da pandemia e o cenário pessimista de 2021

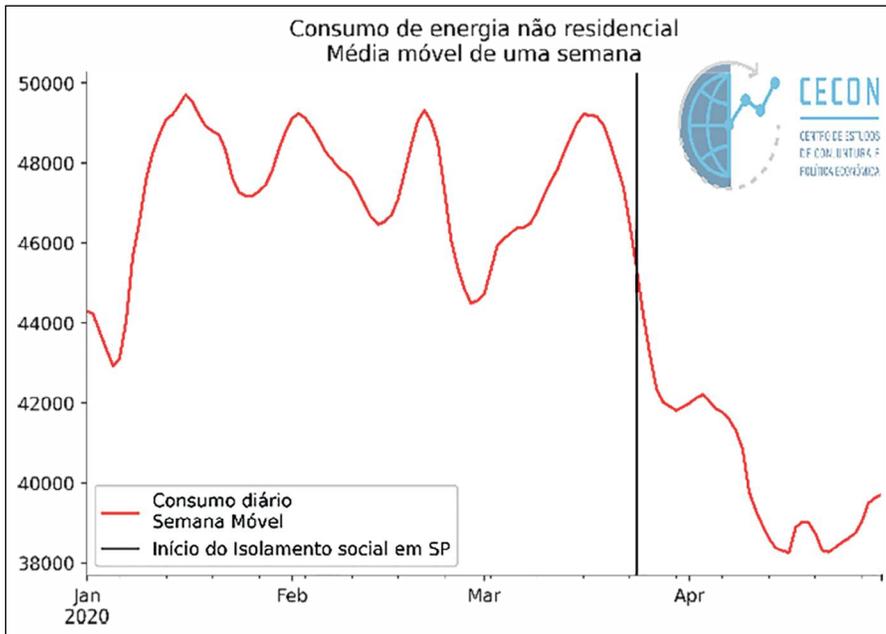
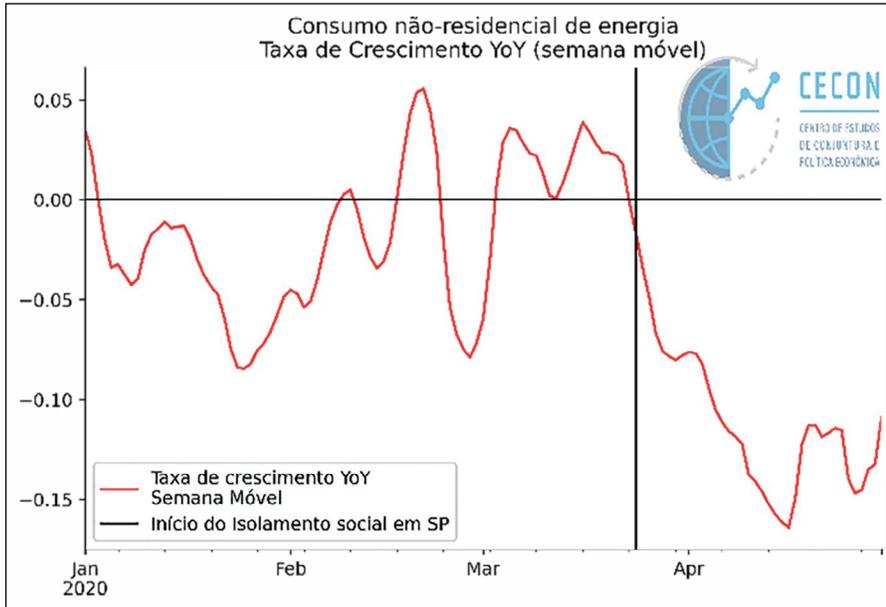
*Pedro Paulo Zahluth Bastos,
Gabriel Petrini
Lorena Salces Dourado¹*

1. Sem controle da pandemia, não há recuperação sustentada do PIB

Desde o início da pandemia, a postura do governo federal foi a de privilegiar a preservação das atividades econômicas contra ações de distanciamento social destinadas a conter a infecção do Coronavírus em estados e municípios. Tal disjuntiva entre economia e pandemia não é formulada com rigor pelo governo, mas parece se basear em dois pressupostos: 1) que qualquer dano à atividade econômica resulta principalmente de ações de distanciamento social; 2) que os cidadãos não vão modificar seu comportamento econômico em função do agravamento da pandemia.

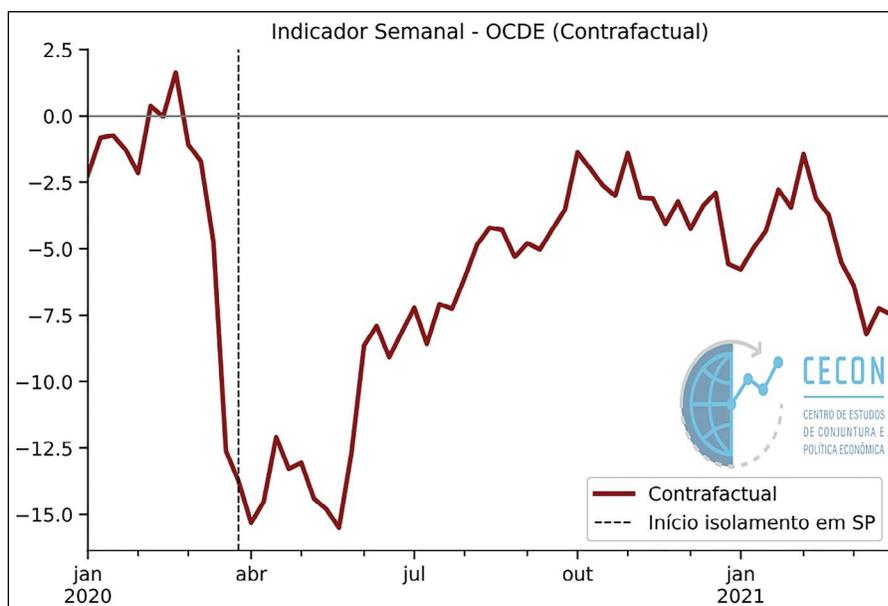
O PIB de 2020 refuta os dois pressupostos, com implicações importantes sobre: 1) o impacto econômico positivo, a médio prazo, das políticas de saúde pública capazes de controlar a pandemia, e 2) o cenário econômico para 2021 a depender do grau de descontrole da pandemia.

¹ Agradecemos comentários de Joana Bragança Bastos (FCM-Unicamp), Edison Bueno (FCM-Unicamp), André Ribas Freitas (São Leopoldo Mandic), Luiz Gomes-Jr (UTFPR) e Ricardo Knudsen (KnudZen Consulting), eximindo-os de equívocos remanescentes.



Em primeiro lugar, não é verdade que qualquer dano à atividade econômica resulte principalmente de ações de distanciamento social. A nota 14 do Cecon de maio passado (BASTOS *et al.* 2020) demonstrou que não foi

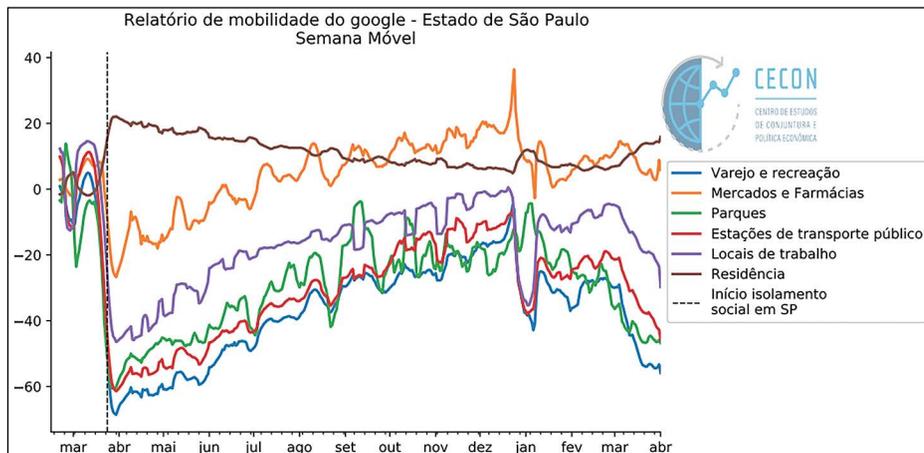
a decretação de ações de distanciamento social que determinou o mergulho do PIB já no primeiro trimestre de 2020.² Em linha com ampla bibliografia internacional, mostramos que o contágio econômico global da pandemia sobre o Brasil, por canais financeiros e comerciais, ocorreu antes de sinais de transmissão viral massiva e das ações de distanciamento social. Assim, o PIB do primeiro trimestre caiu -1,5% em relação ao trimestre imediatamente anterior (QoQ). Tal queda se refletiu no consumo não-residencial de energia muito embora a decretação de ações (moderadas) de distanciamento social em SP, por exemplo, só tenha ocorrido em 24 de março. Em fevereiro, o setor de serviços (que representa 74% do PIB) já caía -1% em relação a janeiro.



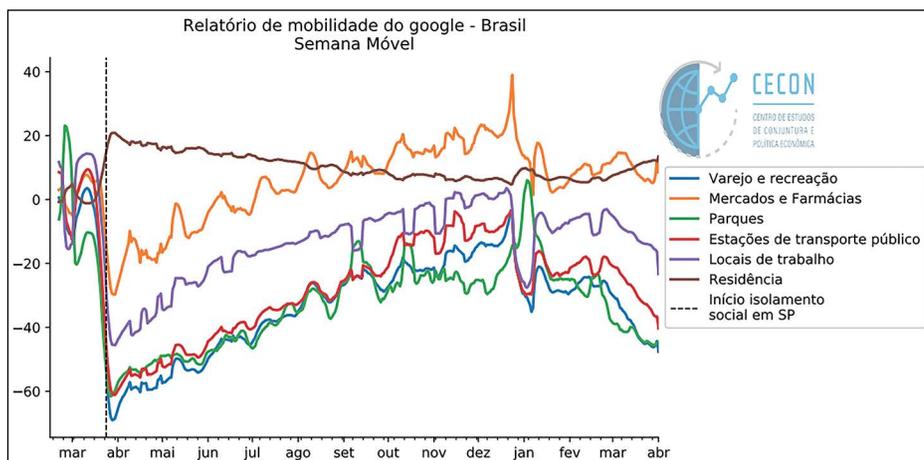
Depois da publicação da nota 14, a OCDE passou a divulgar um indicador semanal de atividade econômica que confirma a proxy que usamos (consumo não-residencial de energia). Para a OCDE, a contração é ainda mais brusca antes da moderada ação de distanciamento social (ADS) em São Paulo em 24 de março de 2020, o que é confirmado pelos dados de mobilidade do Google para SP e Brasil.³

2 “O impacto econômico da pandemia do Covid-19 e a contração do PIB no primeiro trimestre de 2020: não é culpa da política de saúde pública”. Disponível em: https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/nota_cecon_14_PIB_corona.pdf.

3 O dado contrafactual da OCDE compara o efetivamente verificado com a previsão feita antes da pandemia.



Isto sugere uma reflexão sobre as relações entre pandemia e economia. Se o impacto econômico negativo (IEN) da pandemia é experimentado antes do agravamento das infecções por causa do contágio financeiro e comercial, teria sido aconselhável decretar ações de distanciamento social e de apoio da renda muito antes do verificado. O distanciamento social em estágio inicial da pandemia poderia reforçar a retração econômica, que deveria ser limitada por uma ação anticíclica também precoce. Contudo, o distanciamento limitaria fortemente a transmissão viral em momento inicial da pandemia e, portanto, facilitaria a recuperação econômica posterior em conjunto com políticas anticíclicas.⁴



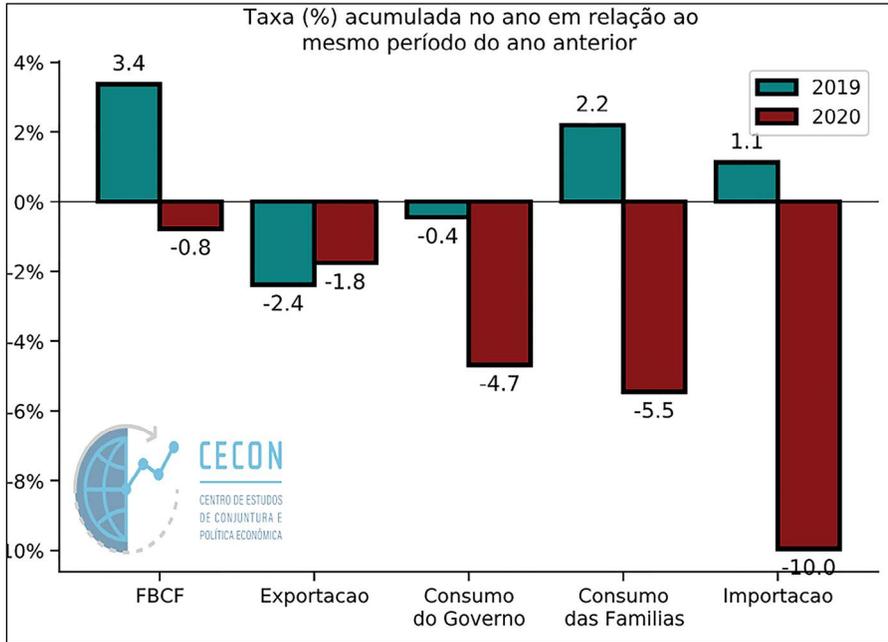
4 O IEN da ADS, ademais, seria tanto menor quanto maior o recurso a políticas inteligentes de testagem em massa (inclusive em aeroportos), rastreamento de contatos e isolamento seletivo, presentes em casos exitosos na Ásia e Oceania e ausentes do Brasil (KNUDSEN 2020).

Em segundo lugar, não é verdade que os cidadãos não modificam *voluntariamente* seu comportamento econômico em função do agravamento da pandemia. Como veremos, parte da contração econômica é explicada na bibliografia pelo distanciamento voluntário (DV), que tem IEN anterior à ADS. Por sua vez, se a ADS for interrompida antes do controle da pandemia, o DV continuará a ter um IEN que limita a recuperação da atividade. É exatamente isto que o indicador semanal da OCDE sugere: ocorre *uma perda de vigor da recuperação desde meados de novembro*, com nova queda na última semana de fevereiro. É improvável que este fato se explique apenas por motivos econômicos, como a redução do valor do auxílio emergencial no último trimestre de 2020. Afinal, dados de mobilidade do Google também mostram que o *pico de passagens por locais de trabalho e estações de transporte público* ocorreu em meados de novembro, que experimentou o *vale do tempo de permanência em residências* (que se reduzia desde abril). Não é o risco de infecção que explica a coincidência?

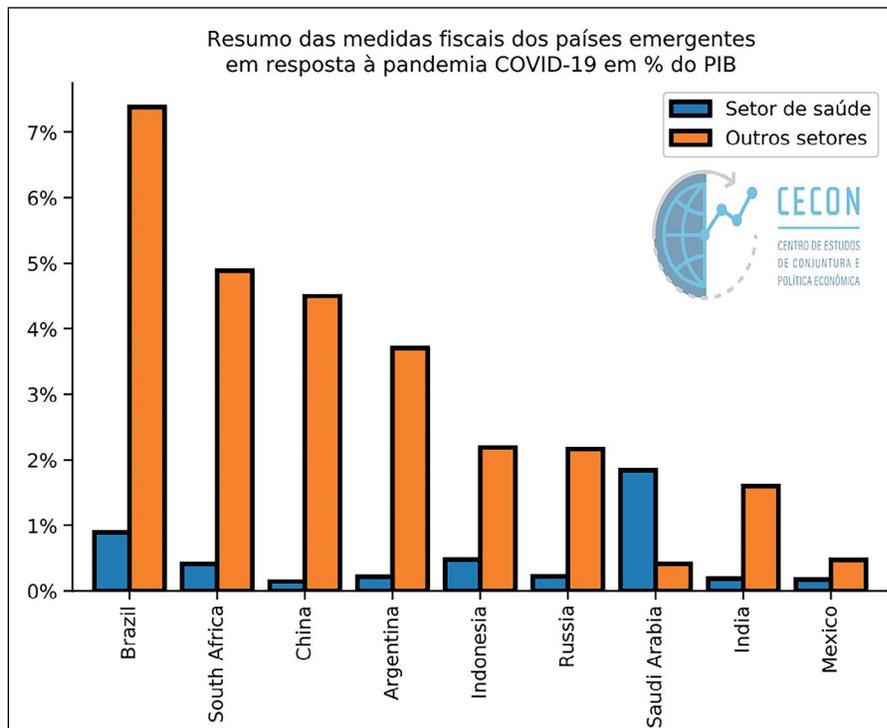
Em suma, em parte por causa da compreensão equivocada propagada pelo governo federal sobre a existência de um conflito (trade-off) a médio prazo entre atividade econômica e controle da pandemia, em parte por cálculos políticos, *a ação inicial de combate à pandemia e sustentação compensatória da renda foi tardia, o recuo em direção à nova inação foi precoce, e, tudo indica, a nova ação voltou a ser tardia com os pagamentos menores do novo Auxílio Emergencial iniciados apenas em 06 de abril de 2021.*

2. A contração do PIB em 2020 não resulta da ação de distanciamento social

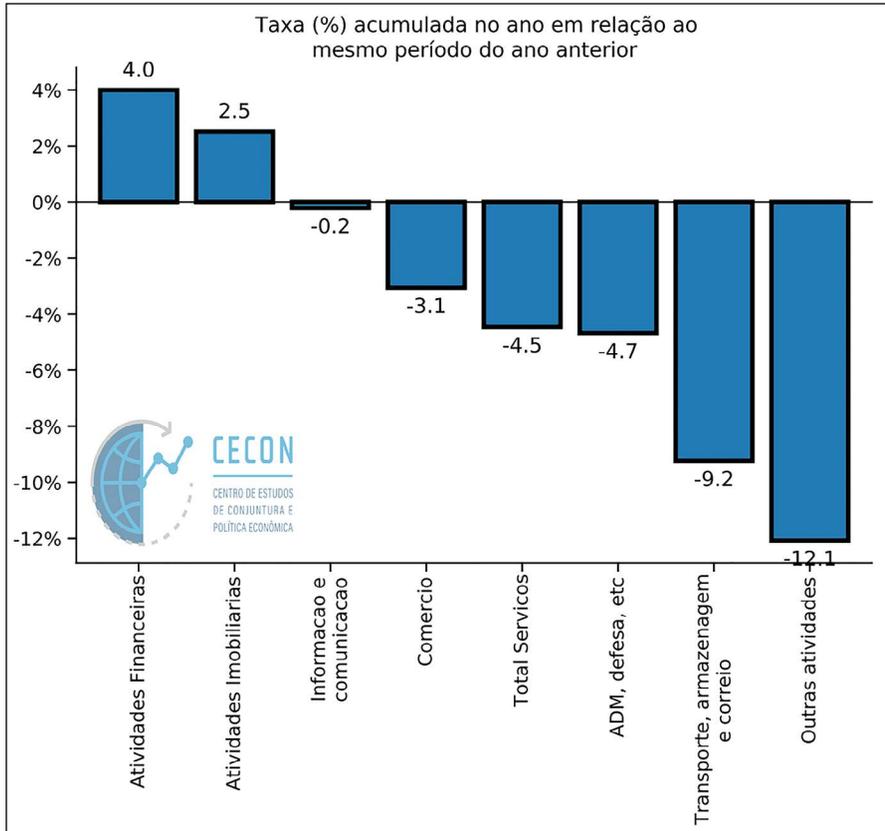
O PIB de 2020 registrou queda de 4,1%, liderada, no lado da demanda, pela retração do consumo das famílias (-5,5%) influenciada pelo distanciamento social (voluntário e compulsório). *A contração é explicada sim pela pandemia, mas não pela ação de distanciamento social (ADS).* Como vimos, o indicador semanal de atividade econômica da OCDE mostrou quase toda contração ocorrendo antes do início da ADS moderada em São Paulo em 24 de março. Embora em menor grau, o mesmo vale para a redução da mobilidade, já indicando a importância do distanciamento voluntário (DV), reiterada pela prevalência de recomendações para ficar em casa (e não de proibições para sair de casa). Adiante, avaliaremos os casos de outros estados brasileiros.



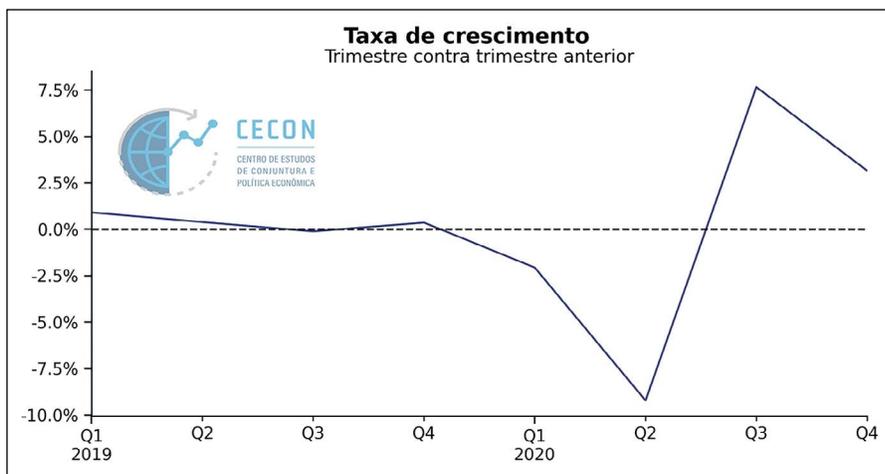
É importante notar que, no caso do consumo do governo, a diminuição de 4,7% capta a limitação da oferta de vários serviços públicos em razão da pandemia, mas não captura o impacto anticíclico da política econômica para evitar uma queda ainda maior do gasto privado. De fato, o pacote fiscal brasileiro foi o maior entre os países emergentes e se concentrou na política de sustentação da renda (PSR) da população mais vulnerável, através do auxílio emergencial (AE).



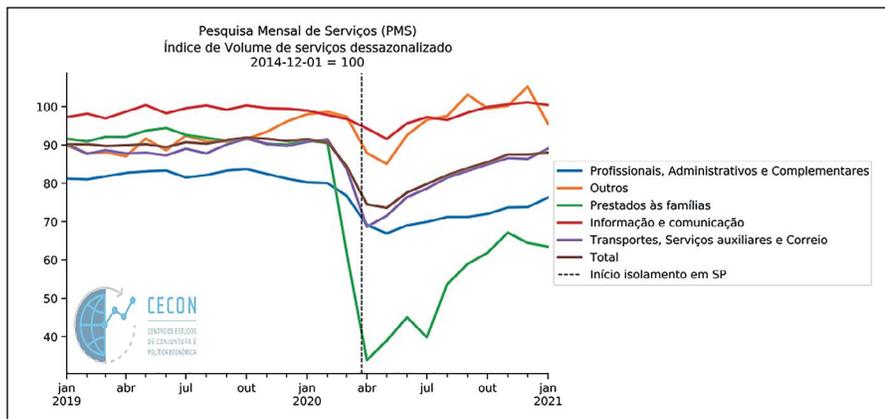
No lado da oferta, a retração do PIB foi liderada pelo setor de serviços (-5,5%). Em parte pelo distanciamento social, a construção também sofreu grande retração, puxada pelas obras de infraestrutura. Como esperado, a contração foi maior nos serviços mais suscetíveis ao distanciamento social: 1) serviços prestados às famílias como alojamento e alimentação, cultura, lazer, esporte, serviços pessoais e de educação não continuada; 2) transporte de passageiros. Em relação à pesquisa do PIB, a Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) capturou uma retração anual ainda maior no setor (-7,8%), com redução muito acentuada nos serviços prestados às famílias (-35,6%).



Já o segundo semestre de 2020 registrou uma recuperação desacelerada do PIB depois da recessão verificada no primeiro semestre. Nos dados de trimestre a trimestre, o crescimento de 7,7% do terceiro trimestre foi seguido de crescimento de apenas 3,2% no quarto.



Isto preocupa porque a desaceleração verificada no último trimestre foi marcante em serviços, ocorrendo *antes mesmo da interrupção do pagamento do auxílio emergencial (mas não de sua redução)*, e acompanhando o *recrudescimento da pandemia a partir de novembro*. Em dezembro, a PMS registrou leve queda mês a mês (-0,2%), sendo que duas das cinco atividades lideraram a retração: os serviços prestados às famílias (-3,6%) e os transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio (-0,7%), exatamente os mais suscetíveis ao DV. Em janeiro, a queda dos serviços prestados às famílias (-1,5%) foi compensada por uma recuperação nos transportes (3,1%), tanto terrestre (3,9%) quanto aéreo (11,1%), associada ao represamento anterior de viagens de passageiros e ao transporte de cargas (provavelmente para reposição de estoques depois do crescimento de compras natalinas pela internet). Isto não deve se repetir ao longo do primeiro trimestre, tendo em vista que os dados de mobilidade de Google, Apple, Waze e TomTom mostram queda brusca de mobilidade em cidades e estradas a partir da segunda quinzena de janeiro.



Como a curva de infecções nunca foi achatada o suficiente pela ADS, o IEN da pandemia voltou a se fazer sentir no último trimestre de 2020 e no primeiro bimestre de 2021, segundo os dados de atividade semanal da OCDE acima referidos. O IEN do DV, particularmente nas atividades de serviços dependentes de contato pessoal, pode ser estimado pelo fato de que os dados de mobilidade do Google mostraram o *pico de passagens em locais de trabalho e estações de transporte público* em meados de novembro, com queda nas semanas seguintes.

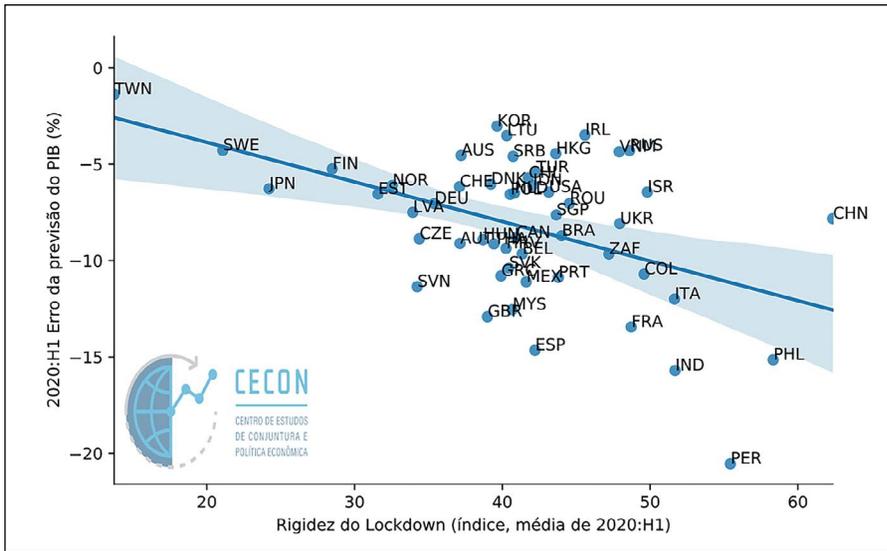
Tais dados nos sugerem que, depois da recuperação econômica facilitada por política anticíclica sem precedentes para sustentar a renda, vínculos empregatícios e, tardiamente, a ampliação do crédito, o prolongamento da pandemia, e sua conversão em endemia, limitou a retomada da demanda e do emprego no setor de serviços desde o último trimestre de 2020 em *razão do risco de transmissão viral a despeito do relaxamento da ADS*.

Isto indica que *tanto as ações de distanciamento social quanto as políticas de defesa da renda foram mitigadas ou suspensas cedo demais*, ou seja, quando a pandemia ainda tinha grande impacto potencial sobre o distanciamento voluntário (DV). Antes de discutir os cenários prováveis de 2021, avaliemos brevemente a bibliografia sobre pandemia e economia para, em seguida, avaliarmos dados comparativos dos estados brasileiros.

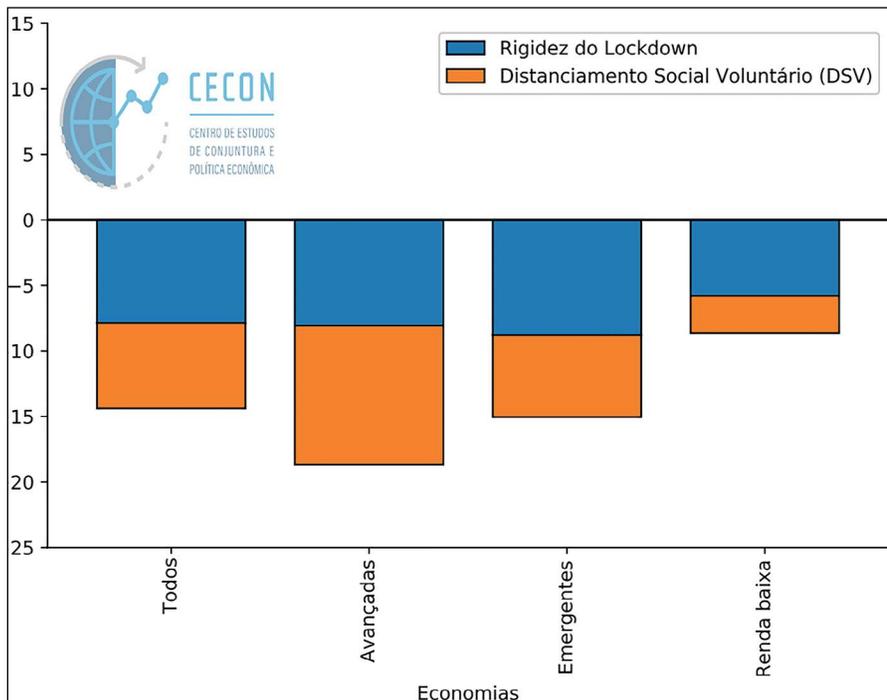
3. O que diz a bibliografia sobre pandemia, políticas de saúde pública e nível de atividade?

Entre as sínteses da bibliografia, de particular importância é o World Economic Outlook-WEO (IMF, 2020), pois articula a bibliografia a novas bases de dados sobre a relação entre pandemia e atividade econômica. As bases são

os indicadores de mobilidade de alta frequência, como Google Community Mobility Reports, e anúncios de vagas de trabalho fornecidos pelo Indeed. O estudo conclui que a adoção de ADS em geral e *lockdowns* em especial foram fatores importantes para explicar recessões em 2020. O gráfico seguinte demonstra a correlação entre grau de rigidez da ADS (*Lockdown Stringency* para o FMI) e erro na previsão do PIB feita antes da pandemia.



Menos trivial é a comprovação de que o distanciamento social voluntário (DV) em resposta ao aumento das infecções também contribuiu substancialmente para a contração econômica. Uma ADS estrita gera redução de mobilidade de 25% em uma semana, mas antes disso a redução da mobilidade pode resultar também do DV. Uma duplicação de casos diários leva a uma redução voluntária da mobilidade em 2% dia a dia. Em suma, os dois fatores atuaram juntos sobre a mobilidade (eixo y do gráfico seguinte em porcentagem), com maior ou menor grau a depender do país. O DV e a ADS têm impacto similar sobre a mobilidade em mercados emergentes, mas o DV tem impacto maior em economias avançadas e menor em países de baixa-renda. A diferença é explicada por estrutura de ocupações que permite trabalho remoto, pelo acesso à infraestrutura digital e por políticas de sustentação da renda (PSR).



Economias	Rigidez do Lockdown	Distanciamento Social Voluntário (DSV)
Todas	-7,85	-6,53
Avançadas	-8,07	-10,62
Emergentes	-8,78	-6,26
Renda baixa	-5,8	-2,83

No que tange ao balanço entre os impactos econômico e epidemiológico da ADS, o estudo do FMI demonstra que ADS *moderadas* têm grande impacto econômico negativo (IEN) que reforça o IEN do DV, mas não são eficientes para reduzir a taxa de crescimento de infecções. Já ADS estritas conseguem reduzir as infecções, mas tem um IEN pequeno na margem, pois a maior parte do impacto econômico já tinha sido produzido pelo DV e pela ADS moderada.

A conclusão é óbvia: ao invés de ficar parado torcendo para que a economia não despenque – pois ela vai despençar mesmo sem lockdown rigoroso –, *é melhor decretar lockdown rigoroso o mais cedo possível, acompanhando-o de ações para evitar novos surtos* (testagem, rastreamento de contatos e isolamento seletivo). Assim, a redução brusca das infecções pode criar condições epidemiológicas para uma recuperação econômica sustentada, pois enquanto

houver risco de infecção haverá DV. Isto é, *se os riscos à saúde persistirem, as economias tendem a continuar operando em tendência bem abaixo de seu potencial por causa do distanciamento voluntário*. Logo, sem controle da pandemia, não há recuperação sustentada do PIB. A médio prazo, portanto, não há conflito (trade-off) entre atividade econômica e controle da pandemia. O prejuízo econômico trazido a curto prazo por um ADS estrita capaz de controlar a pandemia *tende a ser menor do que o prejuízo econômico a médio prazo associado ao descontrole da pandemia*.⁵

Em outras palavras, como o DV tem IEN mas não é suficiente para achatar a curva de infecções, a ADS estrita deve ser implementada nos estágios iniciais da pandemia. Quanto mais tarde for decretada a ADS estrita, maior o crescimento da pandemia e conseqüentemente do DV. Ao contrário, quanto mais cedo for decretada a ADS, mais ela elimina ou substitui o IEN do DV e mais facilmente achata a curva da pandemia. Logo, a ADS estrita e precoce não apenas controla melhor a pandemia, como também diminui o medo de infecção que induz o DV e seu IEN, criando condições epidemiológicas para recuperação econômica mais rápida.

O FMI também sugere que, para apoiar uma ADS estrita e compensar seu IEN, uma política de sustentação da renda (PSR) deve ser implementada simultaneamente. Assim, os agentes econômicos podem aderir à ADS sem risco intolerável à sobrevivência econômica e preservando em parte a demanda agregada, pelo menos até que programas de vacinação em massa aproximem o retorno da normalidade. Em atualização do WEO em 2021, afirma-se que a velocidade da recuperação econômica está subordinada ao que se chama de ‘corrida’ entre as mutações do vírus e as campanhas de vacinação, tão mais eficazes quando mais cobrirem o conjunto de países – pois se trata de pandemia e não epidemia (IMF, 2021a; 2021b).

Em suma, por um lado, o IEN da ADS será tanto menor quanto mais precocemente forem iniciadas, e quanto mais forem acompanhadas por iniciativas de sustentação de renda que incentivem a redução da mobilidade e compensem seu IEN. Por outro lado, a flexibilização e/ou eliminação de ADS não leva a uma retomada total da mobilidade enquanto os riscos de infecção persistirem, pois não eliminam o DV. Por isso, as ADS *não devem ser revertidas precocemente (antes de achatar a curva e/ou generalizar a vacinação), muito menos junto com uma interrupção brusca da PSR*. O objetivo é limitar o IEN da ADS a curto prazo e compensá-lo por uma recuperação mais sustentada a médio prazo.

5 Isto está em linha com a enorme bibliografia resenhada pelo FMI e que não temos espaço para revisar aqui. Boa parte da mesma já foi avaliada em Bastos et al (2020), antes da resenha do FMI aliás.

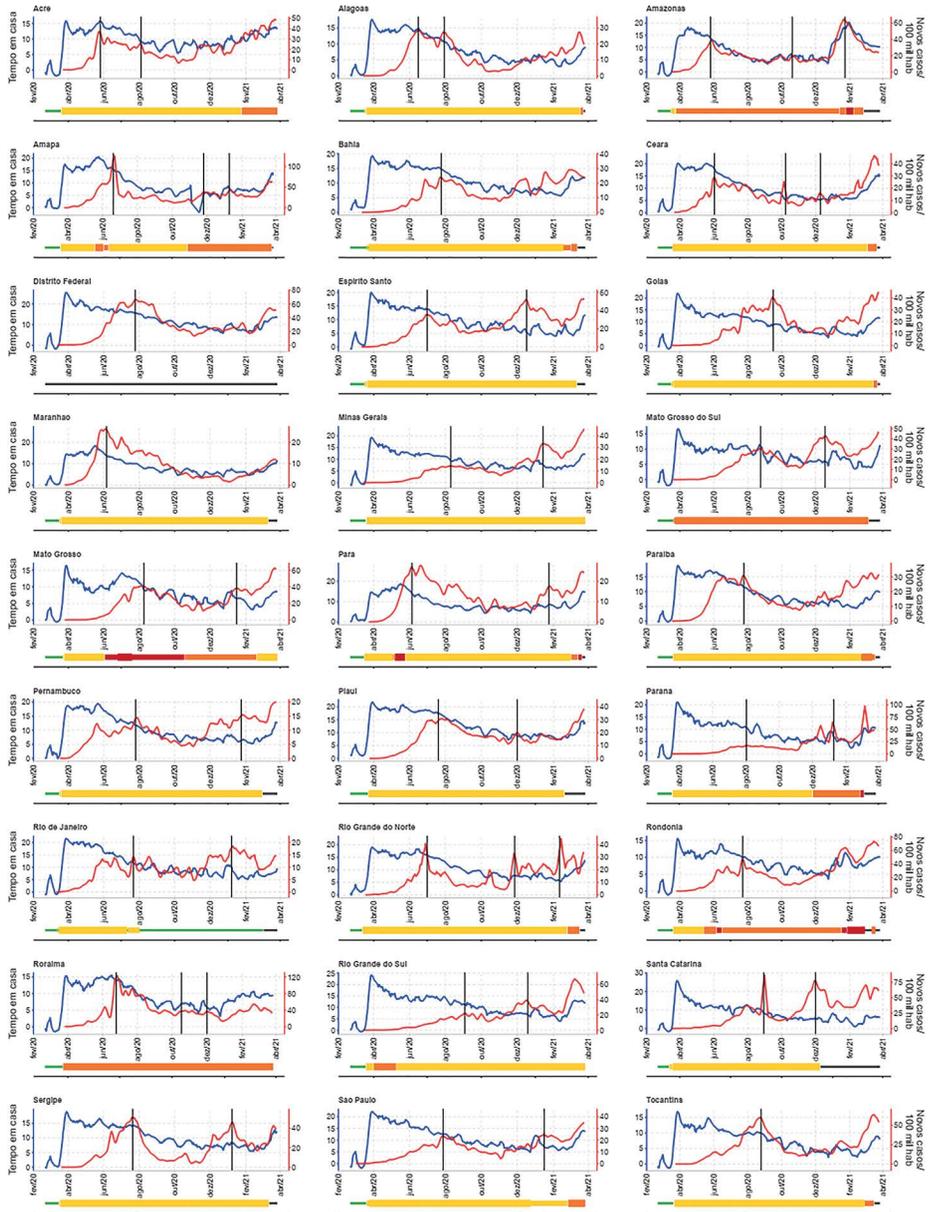
4. Como o fracasso da política de saúde pública e o negacionismo prejudicaram o PIB?

As considerações teóricas acima reforçam o ponto: a ação inicial do governo federal brasileiro no combate à pandemia e na sustentação da renda foi tardia, em seguida o recuo em direção à inação foi precoce, e, tudo indica, a nova ação voltou a ser tardia em abril de 2021, com prejuízo sério sobre o PIB de 2021.

De fato, o governo federal gastou grande volume de recursos, mas não só se absteve de coordenar ações estaduais de distanciamento social. O presidente também *boicotou ativamente* tais ações com atraso na distribuição de verbas e declarações negacionistas que induziram parte da população a subestimar os riscos da Covid-19 e até se aglomerar em protestos contra os responsáveis pela saúde pública. É provável que a intenção presidencial, imaginando priorizar a atividade econômica, fosse promover rapidamente a *imunidade de rebanho com aceleração das infecções* (VENTURA; REIS 2021).

O pressuposto do boicote ao distanciamento é o suposto privilégio às atividades econômicas, sem entender que as pessoas, a não ser que não tenham opção ou se convençam a enfrentar a “gripezinha” de “peito aberto” e não como “maricas”, vão modificar seu comportamento voluntário em razão da pandemia e evitar consumir serviços que envolvam proximidade social. Como só parcela minoritária e decrescente da população é convencida pelo negacionismo, a racionalidade da maioria a levará a evitar certas atividades econômicas presenciais enquanto for preciso se defender do descontrole da pandemia, tal como indicado nos dados estaduais de mobilidade apresentados e discutidos a seguir.





Obs.: A curva azul refere-se à variação percentual do tempo em casa, a vermelha aos novos casos por 100 mil habitantes. A cor das barras inferiores indica o grau de restrição da ADS e sua espessura o grau de cobertura (local ou estadual). A fonte para mobilidade é o Google, para as políticas é a Oxford University, e para os casos é o Brasil.IO. As barras verticais indicam as datas dos picos do número de casos.

Em razão da ausência de coordenação e boicote federal, o início da ADS foi tardio e descoordenado nacionalmente. Dados dos estados brasileiros indicam que, até o primeiro pico da pandemia, as ações de distanciamento foram moderadas e não restritivas, a não ser para escolas e algumas repartições públicas. Elas sinalizaram a recomendação de ficar em casa, mas foram acompanhadas de *aumento gradual da mobilidade depois do susto inicial*, embora não se atingisse níveis de mobilidade pré-pandemia em razão do distanciamento voluntário.

Metodologicamente, os dados estaduais envolvem uma aproximação do problema: enquanto o número de casos por 100 mil habitantes é o reportado para a totalidade do estado (certamente com grau variável de subnotificação), os dados de mobilidade são captados para uma parte da população que habita as principais cidades dos estados e que desfruta de celulares com rastreamento móvel (anônimo) pelo Google. Em parte por isto, os estados com população fragmentada em diferentes regiões e/ou áreas metropolitanas relativamente distantes umas das outras tendem a apresentar menor sincronia entre as curvas de mobilidade (em azul) e de casos (em vermelho).⁶

Não obstante o caráter aproximativo, os dados parecem apoiar três hipóteses. Primeiro, em praticamente todos os estados (exceto Amazonas, Mato Grosso do Sul, Rio Grande do Sul e Roraima), os dados indicam políticas estaduais inicialmente moderadas, que *não conseguiram evitar nem um aumento gradual da mobilidade (depois do susto inicial) nem a aceleração do número de casos até o primeiro pico da pandemia*. É só tardiamente, sob o risco de colapso do sistema de saúde, que políticas mais estritas de distanciamento social são implementadas, mas *em nenhum momento com apoio federal para políticas inteligentes de testagem, rastreamento de contatos e quarentena seletiva*, sequer em rodoviárias e aeroportos.

Segundo, o distanciamento voluntário (DV) é importante, com significativo impacto econômico. *Em nenhum caso a mobilidade voltou ao nível pré-pandemia*, em parte por conta do fechamento das escolas, e em parte por causa do distanciamento voluntário. O fato de que em muitos estados *há sincronia quase perfeita entre as curvas de mobilidade e de número de casos* indica a importância do distanciamento voluntário, pois *a variação da mobilidade ocorre independentemente de mudanças significativas na ação de distanciamento social*.

Terceiro, *as políticas mais estritas de distanciamento social não foram implementadas/fiscalizadas eficientemente nem foram coordenadas nacionalmente para evitar que focos regionais mantivessem a circulação da Covid-19* e as devolvessem, em seguida, para áreas que já tinham passado pelo primeiro pico. Assim, quando a ADS estrita foi eliminada, o DV continuou se

6 O ideal é avaliar dados granulados em nível municipal ou metropolitano, o que será um próximo passo da pesquisa.

verificando diante do risco de transmissão viral e, portanto, limitou a recuperação econômica do setor de serviços. Nacionalmente, como vimos, dados de mobilidade indicam que *o pico de passagens em locais de trabalho e estações de transporte público* aconteceu em meados de novembro, coincidindo com *o vale do tempo em residências* (que caía desde abril). Ou seja, o fato de que o número de casos de Covid-19 voltou a crescer em novembro *induziu retração voluntária da mobilidade que prejudicou a retomada da atividade econômica*. Não há recuperação econômica sustentada sem controle da pandemia!

Neste momento, *a política de sustentação da renda (PSR) e em particular o auxílio emergencial (AE) não poderiam ter sido reduzidos e muito menos eliminados*, tanto porque a recuperação da renda e do emprego ainda era limitada pela pandemia, quanto porque a necessidade de renda resultaria na transmissão viral crescente de populações vulneráveis, *criando condições para a retomada da pandemia e não da economia*.

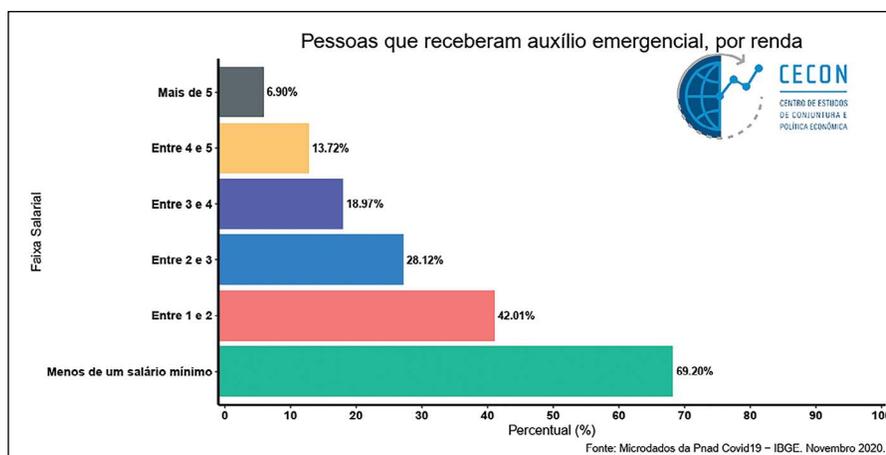
Reafirmando, em parte por causa do entendimento errado que é divulgado ativamente pelo presidente da República sobre a existência de um conflito (a médio prazo) entre atividade econômica e controle da pandemia, em parte por causa da pressão crescente contra os responsáveis pela saúde pública com argumentos econômicos equivocados, *a ação inicial de combate à pandemia e sustentação compensatória da renda foi tardia, o recuo em direção à nova inação foi precoce, e, tudo indica, a nova ação voltou a ser tardia*, considerando que os pagamentos do novo auxílio emergencial, bastante reduzidos, foram iniciados apenas em 06 de abril de 2021.

5. O que esperar do PIB de 2021?

Quando a pandemia agravou-se em 2021, repetiu-se o erro: demorou-se a decretar uma ADS estrita em estados e municípios porque elas não eram acompanhadas nem por apoio político federal nem por PSR de responsabilidade federal. Ao contrário, *o presidente ameaçou não transferir o pagamento do novo AE para cidadãos de estados que decretassem ADS*. O objetivo do presidente era provavelmente o de promover a mobilidade social com vistas a *acelerar a “imunização de rebanho” e jogar as populações vulneráveis contra os governadores e prefeitos*. O próprio atraso da tramitação de novo AE tinha por objetivo induzir a população vulnerável à mobilidade em busca de renda, às custas de atirar 55,2% da população (116,8 milhões de habitantes) em situação de insegurança alimentar, da qual 43,4 milhões (20,5%) sem alimentos em quantidade suficiente (insegurança alimentar moderada ou grave) e 19,1 milhões (9% da população) passando fome (PENSSAN 2021).

O sentido do AE deveria ser o contrário: facilitar o distanciamento social para acelerar o controle da pandemia, evitar o adoecimento e a vulnerabilidade alimentar das populações vulneráveis ao sustentar sua renda e, assim, sustentar também a demanda agregada da economia.

O boicote do distanciamento é rigorosamente míope: eficaz apenas para acelerar a pandemia e contraproducente para reativar a economia. *Promove a retomada da pandemia e não da economia.* De fato, não apenas a economia não se recuperou por causa do DV, como o recrudescimento da pandemia já tendia a provocar o colapso do sistema de saúde em meados de março (ver FIOCRUZ, 2021), que pode se agravar a não ser que sejam tomadas iniciativas muito restritivas de distanciamento social. Elas inevitavelmente terão impacto econômico negativo que agrava o do distanciamento voluntário, derrubando a atividade econômica. De fato, o indicador da OCDE para a semana concluída em 03 de abril de 2021 *aponta para uma contração de 7,5%, uma deterioração de 6 p.p. em menos de dois meses* que leva o índice ao patamar do final de julho de 2020, quando ocorria o primeiro pico da pandemia em São Paulo e no Rio de Janeiro.



Para piorar a situação, a contenção do desastre macroeconômico em 2020 contou sobretudo com o auxílio emergencial, cuja interrupção só é mais danosa do que a retomada dos pagamentos, em 06 de abril de 2021, *em patamar que sequer garante a segurança alimentar das populações vulneráveis, para não falar da demanda agregada e do distanciamento social.* O gráfico acima indica a importância do auxílio para a sustentação da renda das pessoas que receberam o auxílio emergencial por faixa de renda. Nada menos de 69% dos cidadãos que recebiam menos de um salário-mínimo, e 42% entre 1 e 2 salários-mínimos dependeram do auxílio. Não surpreende que sua interrupção tenha atirado mais de 50% da população em situação de vulnerabilidade alimentar.⁷

7 Para uma estimativa do efeito do auxílio sobre a renda dos beneficiários, ver Gonçalves *et al.* (2021). Para uma estimativa do impacto macroeconômico do auxílio, ver Sanches *et al.* (2021).

(R\$ em milhões)	Auxílio Emergencial Inicial					Extensão do Auxílio Emergencial					% PIB 2020
	abr/20	mai/20	jun/20	jul/20	ago/20	set/20	out/20	nov/20	dez/20	2020	
AE Total	35.781	41.188	44.700	45.920	45.061	24.002	20.896	18.523	18.496	294.566	4,0
AE PBF	15.176	15.200	15.217	15.142	15.196	4.494	4.380	4.316	4.268	93.390	1,3
AE CadÚnico não PBF	7.019	6.952	6.619	6.611	6.368	2.920	2.864	2.831	2.801	44.985	0,6
AE Aplicativo	13.586	19.035	22.860	24.158	23.457	16.554	13.624	11.356	11.412	156.041	2,1
AE Judicial	0	0	4	9	40	34	28	21	16	151	0,0
PBF 2019 (abril a dezembro)	2.632	2.678	2.628	2.609	2.608	2.561	2.564	2.520	2.526	23.327	
PBF 2019 (atualizado 2020)										24.381	0,4
AE "efetivo" (sem despesa PBF já prevista)										270.185	3,6
Valor 2021										44.000	0,6
Valor equivalente a set/out. 2020										44.898	

Para entendermos o choque negativo associado à redução do AE em 2021, a tabela acima sistematiza os dados do AE em 2020, separando as rubricas que somaram o valor total de R\$ 295 bilhões, cerca de 4% do PIB. Deste valor, subtraímos aquilo que foi pago a título do Bolsa-Família entre abril e dezembro de 2019, devidamente atualizado para valores de 2020. Consideramos que este valor já seria dispendido nos mesmos meses de 2020 independentemente da decisão de criar o AE. Assim, chegamos ao valor efetivamente criado pelo AE em 2020: R\$ 270 bilhões ou 3,6% do PIB.

Em 2021, a promessa é gastar o máximo de R\$ 44 bilhões, ou 0,6% do PIB de 2020. Isto é, 3% do PIB a menos, ou seis vezes menos em termos absolutos do que em 2020. O valor de 2021 chega a ser menor do que o gasto com o AE nos meses de setembro e outubro de 2020, quando o dispêndio já fora reduzido à metade em relação ao auxílio inicial. Considerando o agravamento da situação econômica e da pandemia, é possível imaginar que a economia brasileira, já prejudicada pelo aumento do distanciamento voluntário em 2021, será capaz de sustentar uma contração do gasto público para sustentação da renda de populações vulneráveis da ordem de 3% do PIB, sem experimentar um novo mergulho recessivo?

De um lado, o desmonte das demais políticas de suporte da renda e do emprego, e a lentidão em sua retomada, é mais um motivo que reforça o cenário pessimista. Por outro lado, o *World Economic Outlook* de abril de 2021 revisou para cima o crescimento da economia mundial para 6% em 2021, liderado por China, Estados Unidos e Índia. Embora tal crescimento possa puxar as exportações primárias e de semimanufaturados do Brasil, ele tem origem no estímulo fiscal sustentado, no controle da pandemia e na vitória da ‘corrida’ entre as mutações do vírus e as campanhas de vacinação (IMF 2021b, 14, 23).

Isto significa que países que deixarem de implementar o estímulo fiscal requerido, perderem o controle da pandemia e a corrida da vacinação contra as mutações virais tendem a não participar da recuperação global ainda que sejam favorecidos pela demanda por suas exportações. Passado mais de um ano, o governo federal não ofertou sistema de testagem eficiente, logística de distribuição de insumos médicos, transparência de dados ou planejamento adequado para vacinação. O atraso da vacinação no Brasil é notório, assim como a proliferação de novas cepas do novo Coronavírus. Isto pode isolar o país inclusive na América Latina, para não falar do resto do mundo.

Em razão do caráter endêmico da Covid-19 no Brasil, o risco de colapso do sistema de saúde, com consequências sociais e econômicas catastróficas, não pode ser descartado. Em 05/04/2021, um dia antes da retomada do pagamento do auxílio emergencial, dezenove estados e o Distrito Federal encontravam-se com taxas de ocupação de leitos de UTI Covid-19 para

adultos no SUS superiores a 90%, e outros quatro estados entre 80% e 89% (FIOCRUZ 2021, 3).

A coincidência da piora dos indicadores econômicos e de saúde pública *aumenta a urgência da coordenação nacional de ações de distanciamento social* (combinadas com testagem/rastreio) *e da elevação do valor da nova rodada do auxílio emergencial* para, no mínimo, o mesmo valor de 2020. Caso contrário, a melhor das hipóteses é que a economia brasileira participe timidamente da recuperação do PIB dos grandes parceiros comerciais que ampliam a vacinação e controlam a pandemia. Deixou de ser difícil imaginar a pior das hipóteses.

REFERÊNCIAS

BASTOS, PEDRO P. Z. *et al.* O impacto econômico da pandemia do Covid-19 e a contração do PIB no primeiro trimestre de 2020: não é culpa da política de saúde pública. **Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP**, Nota do Cecon, n.14, maio de 2020. Disponível em: https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/nota_cecon_14_PIB_corona.pdf.

FIOCRUZ. **Boletim Observatório Covid-19** - Boletim Extraordinário, 6 de abril de 2021. Disponível em: https://portal.fiocruz.br/sites/portal.fiocruz.br/files/documentos/boletim_extraordinario_2021-abril-06-red_2.pdf

GONÇALVES, Ricardo *et al.* Impactos do Auxílio Emergencial na Renda e no Índice de Gini. **Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica - IE/UNICAMP**, Nota do Cecon, n.16 abril de 2021. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/nota-cecon/nota-cecon-auxilio-emergencial-01042021final.pdf>

IMF. **World Economic Outlook 2020**: A Long and Difficult Ascent. October 2020.

IMF. **World Economic Outlook Update**. (2021a) January 2021.

IMF. **World Economic Outlook 2021**: Managing Divergent Recoveries. (2021b) abr. 2021.

KNUDSEN, Ricardo. Testing for tracing or testing just for treating? A comparative analysis of strategies to face COVID-19 pandemic. **medRxiv**, medRxiv preprint doi: <https://doi.org/10.1101/2020.06.01.20119123>.

PENSSAN. Rede Brasileira de Pesquisa em Soberania e Segurança Alimentar e Nutricional. **Inquérito Nacional sobre Insegurança Alimentar no Contexto da Pandemia da Covid-19 no Brasil**. abr. 2021: http://olheparaafome.com.br/VIGISAN_Inseguranca_alimentar.pdf

SANCHES, Marina; CARDOMINGO, Matias; CARVALHO, Laura. **Quão mais fundo poderia ter sido esse poço? Analisando o efeito estabilizador do Auxílio Emergencial em 2020**. (Nota de Política Econômica nº 007). 2021. MADE/USP. Disponível em: <https://madeusp.com.br/publicacoes/artigos/quao-mais-fundo-poderia-ter-sido-esse-poco-analisando-o-efeito-estabilizador-do-auxilio-emergencial-em-2020/>

VENTURA, Deise; REIS, Rossana. A linha do tempo da estratégia federal de disseminação da Covid-19: um ataque sem precedentes aos direitos humanos no Brasil 2021. **Boletim Direitos na Pandemia** n. 10, São Paulo, Brasil, CEPEDISA/USP & Conectas Human Rights, Janeiro 2021. Disponível em: <https://www.conectas.org/publicacoes/download/boletim-direitos-na-pandemia-no-10>.

PARTE 2
ANÁLISE ESTRUTURAL

CAPÍTULO 8

CICLOS DE LIQUIDEZ GLOBAL E CRÉDITO DOMÉSTICO: canais de transmissão e a experiência brasileira recente¹

André Biancarelli
Renato Rosa
Rodrigo Verghnanini

1. Introdução

Para um amplo leque de problemas econômicos, a crise financeira internacional que teve seu auge no final de 2008 é uma referência incontornável. Do ponto de vista das ideias, uma série de revisões ganhou espaço, mesmo no interior do chamado *mainstream* acadêmico e político. Se para alguns temas – como a regulação bancária ou o arcabouço de política macro – a motivação destas discussões foram os excessos durante a “grande moderação”, para outros é a realidade posterior que importa. Neste contexto, as políticas monetárias nas economias centrais, mantidas em modo inusitadamente expansionista por vários anos, merecem destaque. Entre seus desdobramentos mais importantes, se observa a rápida recomposição da liquidez internacional já em 2009, logo após uma “parada súbita” durante a crise. Esta manifestação do caráter cíclico das finanças globais ensejou novas reflexões e estudos, e entre estes alguns desembocaram no exame dos impactos sobre as finanças domésticas.

O Brasil foi um dos principais destinos da “retomada súbita”, e suas contas externas registraram rapidamente patamares de financiamento próximos aos do pré-crise. Seguiram-se, no país, alertas sobre um “tsunami monetário” e medidas de controles de capital e regulação dos mercados de câmbio, com intuito de evitar novas rodadas de apreciação cambial. No intervalo 2012-13 (quando também se reduz o diferencial de juros), estes esforços foram eficazes para estabilizar o preço da moeda estrangeira, reduzir os influxos e melhorar seu perfil. No entanto, nas análises sobre essa experiência, e também sobre

¹ Este capítulo tem origem em artigo produzido em 2017, no âmbito de convênio de pesquisa entre o IE/Unicamp e a Federação dos Bancos do Brasil (Febraban), a quem os autores agradecem o apoio. Versões anteriores foram apresentadas no X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (Brasília, 2017) e no 45º Encontro Nacional de Economia (NATAL, 2017).

a deterioração posterior da economia brasileira, pouca atenção foi dada para os impactos da absorção de fluxos – ou, de forma geral, do ciclo de liquidez global – sobre o crédito doméstico. Este foi um dos motores do crescimento entre 2004 e 2010, e seu comportamento desde 2011 é de desaceleração (atenuada até 2014 pelo direcionamento e pela atuação dos bancos públicos).

O presente artigo parte do debate sobre as relações entre a dimensão internacional e doméstica das finanças, no pós-crise, para refletir sobre a experiência brasileira. Procura, com isso, contribuir com um novo ângulo para o exame do ciclo de crédito e assim, indiretamente, para a compreensão das sérias dificuldades econômicas no Brasil atual. Mais quatro seções compõem o trabalho.

A segunda reconstitui o debate recente, dentro do campo convencional, sobre os fluxos de capital e as oscilações na liquidez global. Na terceira seção, a crescente literatura que explora os vínculos entre o crédito doméstico e o ciclo de liquidez global é resenhada, permitindo-se a identificação de três canais principais de influência: um tradicional, outro de transmissão interbancária e um terceiro, dos colaterais. Na quarta, são apresentadas as evidências disponíveis para o caso brasileiro, em um plano geral e para cada um destes três canais, com um tratamento empírico mais elaborado para o terceiro. Por fim, a última seção resume as ideias e resultados e aponta alguns caminhos para investigações posteriores.

2. Ciclo de liquidez e fluxos globais de capital

Tradicionalmente, os estudos e as recomendações de política, relativos a temas de finanças internacionais dentro da visão convencional, estiveram assentados em argumentos nítidos acerca da movimentação de capitais. Particularmente no que se refere a economias em desenvolvimento, eles poderiam ser resumidos na lista de “benefícios teóricos” resumidos em Obstfeld & Taylor (2004, seção 1.1): (i) compartilhamento e diversificação internacional de riscos; (ii) financiamento de desequilíbrios de balanço de pagamentos e acesso à poupança externa; e (iii) disciplina sobre a política econômica. Implícita ou explicitamente, deste raciocínio deriva uma previsão otimista: o capital fluiria de maneira contínua para onde é escasso, a taxa de remuneração é mais alta e a política macroeconômica é correta.

Desde a “descoberta” de Feldstein e Horioka (1980) e do paradoxo de Lucas (1990), mas principalmente após as crises nos “mercados emergentes” dos anos 1990 e ao longo da primeira década do século XXI, esta visão enfrenta uma série de desafios empíricos e teóricos, alguns dos quais deram

origens a conceitos novos e importantes.² Neste caminho, a dimensão cíclica dos fluxos de capital (e seus determinantes) pontua o debate “*pull versus push factors*” sobre a reinserção da América Latina no início dos anos 1990 (EL-ERIAN, 1992; SCHADLER *et al.*, 1993; CALVO *et al.*, 1993); passa pela identificação dos *sudden stops* (CALVO, 1998; CALVO; REINHART, 2000) e da pró-ciclicidade (KAMINSKY *et al.*, 2004); e também é inevitável quando se analisa o registro longo de alternância entre bonanças e crises (REINHART; REINHART, 2008). Exames menos acadêmicos do tema também reportam a oscilação entre fases de escassez e ampla disponibilidade de financiamento externo (IMF, 2007; WORLD BANK, 2008; BIS, 2008). A abrupta contração no fim de 2008, e sua retomada já ao longo de 2009, renovaram o interesse pelo tema. Períodos de volumosos influxos de capital nas economias emergentes, ou suas reversões, passaram a ser catalogadas como “*surges*”, “*episodes*”, “*waves*”, “*flights*”, “*retrenchments*” de acordo com sua duração, intensidade, residência e outros padrões quantitativos (IMF, 2011; CARDARELLI *et al.*, 2010; FURCERI *et al.*, 2011; FORBES; WARNOCK, 2012; GHOSH *et al.*, 2012; CABALLERO, 2012).

Mas, do ponto de vista teórico, os desenvolvimentos mais interessantes surgem de publicações do BIS, a partir justamente do questionamento das possíveis causas externas da crise nos Estados Unidos em 2008 (BORIO; DISYATAT, 2011). Para eles, ao contrário da ideia de “excesso de poupança” (explicitado nos superávits em Conta Corrente) nos países asiáticos a explicar os baixos patamares das taxas longas de juros nos Estados Unidos, a variável fundamental a ser observada seriam os fluxos brutos de capital transfronteiras. O grosso deles, oriundos de outras economias centrais, é que sustentavam a demanda por títulos longos americanos, e não tinham qualquer vínculo com recursos reais ou patamares de absorção doméstica: eram *finance*, criação de ativos financeiros, independente de poupança prévia.

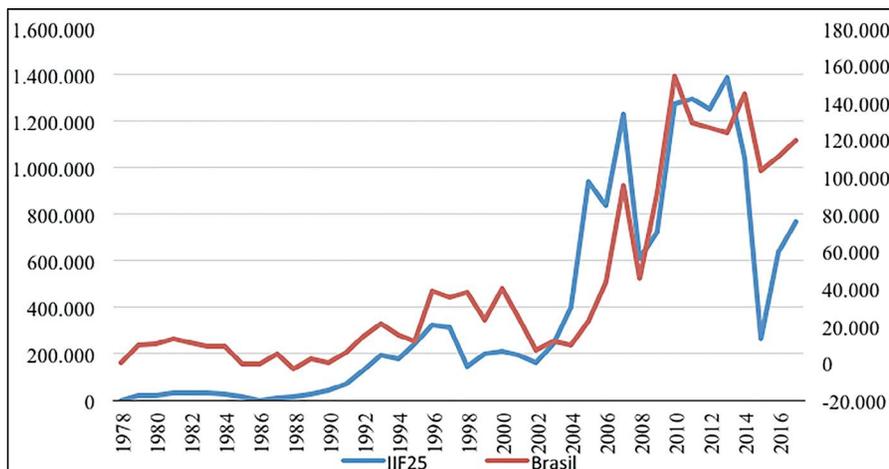
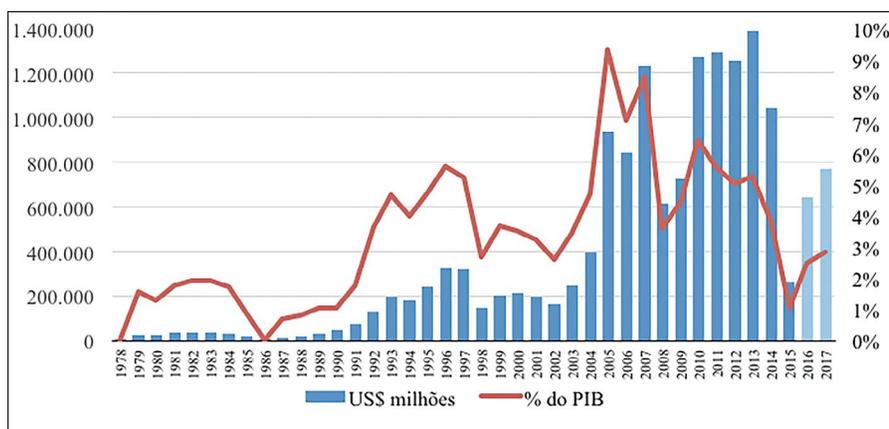
Esta abordagem parece mais adequada, e com ela se reexamina ou “soluciona” os já citados “*puzzles*” de Lucas e Feldstein-Horioka (BORIO; DISYATAT, 2015). Seguindo a mesma trilha, autores próximos avançam na crítica às abordagens convencionais chamando a atenção para as diferenças entre a área geográfica, a unidade de decisão e a moeda envolvidas em uma transação financeira internacional. Ao superar esta “tripla coincidência”, Avdjiev *et al.* (2015) também ressaltam a importância analítica dos fluxos brutos de capital e das operações bancárias internacionais em moeda forte. Em paralelo, trabalhos como o de Broner *et al.* (2013) consolidam o uso dos fluxos de

2 Para uma revisão crítica da evolução nesta literatura, até o momento anterior à crise internacional, ver Biancarelli (2010).

residentes (*outflows*) e não residentes (*inflows*) – e não da diferença entre os dois ou do resultado em Conta Corrente – como unidade de análise relevante para quantificar o fenômeno que aqui se quer destacar.

Tomando portanto este conceito mais adequado e utilizando os dados calculados pelo *Institute of International Finance*, o Gráfico 1 apresenta uma primeira visão geral da oscilação longa dos influxos de capital para um conjunto de 25 economias emergentes e com um destaque para o Brasil. Ficam explícitos tanto o alinhamento do país ao ciclo geral quanto o ganho de participação recente.

Gráfico 1 – Fluxos brutos de capital privado (*inflows*) para 25 emergentes, e para o Brasil em US\$ milhões e % PIB, 1978-2017



Fonte: IIF, elaboração própria.

Obs.: os valores para 2016 e 2017 são projeções do IIF, em novembro de 2016.

Tanto em termos quantitativos como na discussão teórica, esta não é uma temática nova para abordagens críticas ou heterodoxas. Em Biancareli (2007), são identificados dois grandes ciclos de liquidez para emergentes no período da globalização financeira: um primeiro de 1990 a 2002 – composto por uma fase de “cheia” entre 1990 e 97 e uma “seca” entre 1998 e 2002 –; e um segundo que iria de 2003 até as vésperas da crise internacional, numa “cheia” bem mais intensa que a anterior. Em trabalhos posteriores (BIANCARELI, 2011; BIANCARELLI *et al.*, 2017) já é possível identificar a “parada súbita” em 2008 que encerra o segundo ciclo; a “retomada súbita” entre 2009 e 2010; a “pós-*bonanza*” entre 2011 e o início de 2014; e uma “dupla tempestade” a partir dali. Para esta perspectiva³, os ciclos de liquidez não são casualidades que necessitem de explicações *ad hoc*, e sim uma decorrência de duas características das relações financeiras contemporâneas: o seu caráter instável e especulativo e as suas assimetrias (principalmente a diferença de qualidade entre as moedas nacionais).

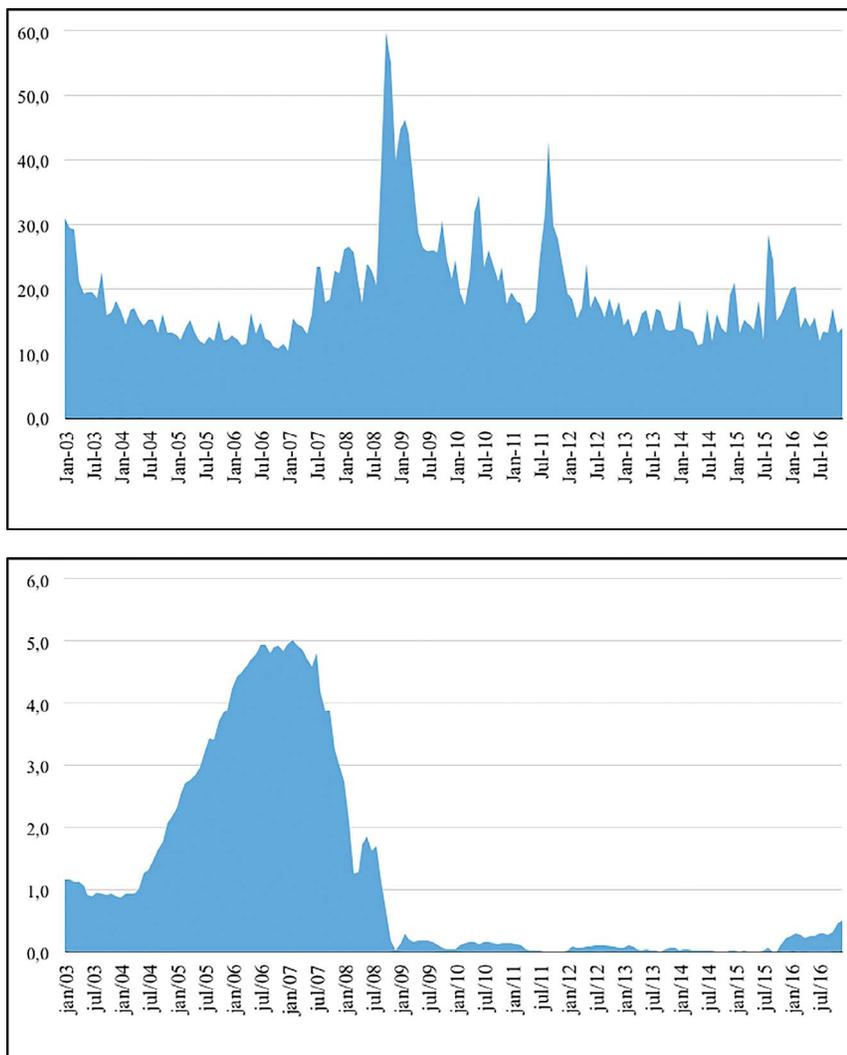
Os fluxos de capital para países em desenvolvimento são entendidos como decisões de alocação da riqueza e criação de ativos/passivos financeiros, motivadas pela busca de diversificação de carteira e *search for yield*, desvinculada de qualquer “necessidade real” expressa pela Conta Corrente. As fases ascendentes do ciclo internacional são, nesta concepção, equivalentes aos períodos de otimismo em um ciclo doméstico minskyano, durante o qual as expectativas sobre rendimentos futuros incentivam a celebração de contratos com margens de segurança cada vez menores. Na formulação original, a crescente fragilidade financeira se transforma em crise a partir de um choque de expectativas, que reverte o otimismo e gera aumento súbito na preferência pela liquidez (MINSKY, 1982). Transportado o raciocínio para as relações internacionais, um evento que induzisse à reavaliação das combinações de risco e retorno dos ativos denominados em moedas inferiores seria capaz de provocar uma “fuga para a qualidade”. O papel das taxas de juros nas moedas centrais e do grau de aversão ao risco dos investidores globais (uma medida também da “preferência pela liquidez” neste plano) na determinação dos ciclos é, assim, preponderante em relação aos fatores internos das economias receptoras dos fluxos.

E neste aspecto específico a literatura recente na corrente principal também se aproxima das posições “heterodoxas”. Ahmed e Zlate (2014) apontam o apetite global por risco e os diferenciais de crescimento e taxas de juros como principais determinantes dos *inflows* para uma amostra significativa de economias emergentes, consolidando a predominância dos *push factors* nesta literatura. Indo além, tais autores detectam um ganho de importância

3 Ver também, entre outros, Prates (2005); Akyuz (2011).

do diferencial de juros após a crise de 2008, com redução de peso explicativo de outros fatores. Este resultado é claramente influenciado pelas políticas monetárias ultra-expansionistas no período. Tanto o indicador mais utilizado para mensurar o apetite por risco (o VIX, volatilidade implícita nos contratos futuros do S&P 500) quanto a *policy rate* do emissor da moeda reserva global (*Federal Funds Rate*) têm a trajetória mostrada no Gráfico 2.

Gráfico 2 – Aversão ao risco (VIX), em pontos, e taxa de juros básica nos Estados Unidos, %a.a., 2003-2016



Fonte: Chicago Board Options Exchange e Federal Reserve, elaboração própria.

Mas é o trabalho de Rey (2013) que merece maior destaque. Seus resultados apontam a existência de um “ciclo financeiro global”: o movimento da liquidez internacional comandado essencialmente pelas mesmas duas variáveis (política monetária nos países centrais e grau de aversão ao risco). Mais do que isso, são apresentados resultados e conclusões em pelo menos outras três frentes: (i) uma vasta gama de preços de ativos de risco mundo afora também varia em resposta aos fatores determinantes dos fluxos de capital; (ii) este “ciclo financeiro global” seria transmitido para os mercados domésticos de crédito e (iii) as políticas monetárias dos países em desenvolvimento, diante da abertura financeira e mesmo sob taxas de câmbio flutuantes, não seriam livres para perseguir apenas objetivos domésticos.

Enquanto o ponto (iii) é a mensagem que dá título ao trabalho, o (ii) é o tema central do presente artigo. Que, como será visto, também pode ser relacionado ao ponto i).

3. A transmissão do ciclo global para o crédito doméstico

Em artigo iluminado pelas experiências no México e no Leste Asiático nos anos 1990, Kaminsky e Reinhart (1999) identificam e nomeiam como “gêmeas” as crises que simultaneamente envolviam falências bancárias e dificuldades no Balanço de Pagamentos. De fato, as duas dimensões – doméstica e externa – dos colapsos financeiros são uma constante na história, nas economias desenvolvidas e mais ainda naquelas em desenvolvimento. Baixa profundidade e sofisticação dos sistemas bancários e mercados de capitais e, principalmente, tendência ao endividamento externo em moeda estrangeira são comumente associadas a essa maior probabilidade de crises após períodos de bonança. A literatura dos *balance-sheet effects* que floresce no início do século XXI identifica justamente no descasamento de moedas a causa da maior vulnerabilidade externa de economias emergentes (EICHENGREEN; HAUSSMANN, eds., 2005; GOLDSTEIN; TURNER, 2004).

Na literatura mais recente, a anteriormente citada abordagem de economistas do BIS (entre outros, AVDJIEV *et al.*, 2015) também se faz presente: a contabilidade em termos brutos identifica melhor o grau de endividamento externo das nações devedoras e a fragilidade passa pelo acúmulo de passivos em moeda estrangeira. Como os ativos dos agentes financeiros domésticos são denominados em moeda local, está aqui o vínculo entre a disponibilidade de financiamento externo, o ciclo doméstico de crédito e as crises.

Gourinchas e Obstfeld (2012) dão outro passo. Com base em um modelo de escolha discreta com dados de 1973 a 2010, sustentam que a expansão do crédito doméstico (junto com a apreciação cambial) é o mais robusto previsor de crises cambiais. No outro sentido, Calderón e Kubota (2012), que analisam

indicadores para 71 países no mesmo período, mostram que mesmo controlando para essas duas variáveis, aumentos nos influxos antecipam “*bad credit booms*” que culminam em crise. A probabilidade é ainda maior se a entrada for liderada por influxos de “outros investimentos”, bancários. A diferença da abordagem de Rey (2013) é que a correlação é feita por esta autora diretamente com as *proxies* do ciclo financeiro global (principalmente o VIX), e não com os dados dos influxos de capital em si.

Assim, nesse plano geral captado a partir de amplas amostras, parece estar estabelecida a relação que motiva o presente artigo. Dois outros níveis de análise também emergem desta literatura: a que busca identificar e separar os diferentes canais de transmissão entre as finanças internacionais e as domésticas; e os estudos de caso, que verificam tal transmissão de acordo com dados e especificidades nacionais.

Para a primeira questão, o estudo de Lane e McQuade (2014) fornece uma primeira possibilidade. Ao analisar as relações entre os fluxos internacionais de capital e o crédito doméstico em países europeus, os autores reconhecem pelo menos dois caminhos de influência: um direto (a possibilidade dos bancos domésticos recorrerem a fontes de *funding* externo inclusive por meio da emissão de *bonds*) e um indireto, no qual os fluxos afetariam variáveis macroeconômicas que impactam na oferta de crédito – por exemplo, elevando o preço de ativos e, conseqüentemente, o nível de gasto. Os resultados dos testes confirmam as relações, mas estão ainda vinculados aos conceitos líquidos da contabilidade do setor externo: o crédito teria crescido mais em países com déficit em transações correntes; e por modalidade os fluxos líquidos de dívida teriam impacto mais significativo do que os de carteira.

Nos trabalhos dedicados ao tema no âmbito do BIS, que seguem a abordagem já comentada, se pode identificar uma tipologia de canais também bastante útil. Como a preocupação é com os riscos de descasamentos cambiais nas fases de abundância, enfatiza-se os empréstimos diretos (*direct cross-border lending*) e a emissão de títulos no mercado internacional por corporações domésticas. Este seria o primeiro canal, “tradicional”, de transmissão da liquidez global, não exclusivo dos ciclos recentes. Porém, há uma relativa novidade: o crescente uso de subsidiárias *offshore* para captação e posterior repasse (na forma de empréstimos intercompanhia) para a matriz (MCCAULEY *et al.*, 2015; AVDJIEV *et al.*, 2014).

Um segundo canal seria uma transmissão intermediada da liquidez global. Borio *et al.* (2011) consideram que o acesso ao *funding* externo pode ocorrer em duas etapas, por meio de empréstimo entre bancos estrangeiros e domésticos e posterior repasse aos tomadores locais. Os autores identificam que, nos episódios de *boom*, quando a expansão do crédito supera o crescimento dos depósitos de varejo, os intermediários recorrem ao *funding* “no atacado” (*wholesale funding*), sobretudo de fontes externas.

Este esquema, aqui denominado “transmissão interbancária” – e que também não é uma novidade completa⁴ – é modelado por Bruno e Shin (2014a), a partir dos trabalhos do BIS (2011) e Schnabl (2012). Bancos globais, a partir de suas subsidiárias instaladas nos Estados Unidos (ou outros centros), obtêm fundos no mercado monetário e concedem empréstimos transfronteiras a bancos regionais. Por sua vez, os bancos regionais repassam os empréstimos, em dólares, às corporações locais. Na prática, as instituições financeiras livram-se do risco cambial, ficando os tomadores finais vulneráveis ao descasamento de moedas em seu balanço.

Bruno e Shin (2014b), por meio de um VAR que estuda o funcionamento do canal de “assunção de riscos” por parte do sistema bancário entre 1995 e 2007, mostram que o mecanismo interbancário é importante na transmissão internacional da política monetária americana. Condições de liquidez mais permissivas, no sentido de maior disponibilidade de crédito nos EUA, serão transmitidas por meio das interações entre bancos globais e locais.

Mas, a partir da ideia de um “canal de assunção de riscos” destes últimos autores, vinculada ao crescimento da alavancagem dos agentes domésticos em épocas de *boom*, é possível postular a existência de um terceiro canal, que pode não envolver riscos explícitos de descasamento cambial e, no limite, nem fluxos de capital. Seria o “canal dos colaterais”, semelhante ao canal indireto presente no citado estudo de Lane e McQuade (2014).

Como comentado, Rey (2013) apresenta evidências – detalhadas em Miranda-Agripino e Rey (2015) – de que os preços dos ativos de risco seguem o ciclo financeiro global: estão, ao menos em parte, condicionados pelas condições externas de liquidez e não pelo mercado ou produção doméstica. Moedas, ações, *commodities*, oscilam junto com as duas variáveis fundamentais: a *Fed Funds Rate* e, principalmente, o VIX. Assim sendo, o valor das diferentes denominações para os estoques de riqueza, que servem de colateral para operações de crédito (e para emissões de títulos, ações etc.) também é cíclico. Em suma: a alavancagem proporcionada por esta valorização dos ativos (reais e financeiros) dos tomadores domésticos em fases de alta propensão ao risco e baixas taxas de juros nos países centrais constitui o terceiro canal aqui trabalhado.

Os três podem interagir e se reforçar. Se a dívida de um agente doméstico está denominada em moeda estrangeira (pelo primeiro ou segundo canais), a apreciação do câmbio tende a postergar o *boom* de crédito. Isso porque, do ponto de vista do tomador, a valorização cambial reduz o fardo da dívida e do fluxo de pagamento, criando espaço para endividamento adicional (BORIO *et*

4 No caso brasileiro, principalmente nos anos 1970, as captações para repasse, regidas pela notória Resolução 63 (de 1967) do Banco Central, foram instrumento fundamental para o processo de endividamento externo que resultou na “crise da dívida” da década seguinte.

al., 2011, p. 54-55). Do ponto de vista do setor bancário, o fortalecimento dos balanços dos tomadores reduz seu risco de crédito, expande a capacidade de financiamento e permite maior alavancagem. Esse ponto é digno de atenção, pois diferentemente dos modelos macroeconômicos convencionais, a taxa de câmbio flexível não necessariamente isola a economia doméstica de choques monetários externos. Ao contrário, a apreciação do câmbio tende a gerar maior assunção de riscos por parte dos bancos e alimentar a manutenção do *boom* de crédito (BRUNO; SHIN, 2014a).

Na desmontagem do ciclo estes fatores se reforçam para a contração do crédito, que pode ser abrupta. É por isso que a combinação destes impulsos à expansão do crédito (sustentada pelos influxos de capitais ou simplesmente pelo estado de propensão ao risco) com a apreciação da moeda local conduz à relação entre liquidez global e crises financeiras, voltando ao ponto de Gourinchas e Obstfeld (2012) e, antes, Kaminsky e Reinhart (1999).⁵

Por fim, no que se refere a estudos de caso para economias emergentes, a literatura é bem mais restrita, mas dois exemplos ilustram a variedade de abordagens.

Baskaya *et al.* (2017) analisam empiricamente a relação geral entre os fluxos de capitais internacionais o crédito doméstico na Turquia no período entre 2005 e 2013. Seus resultados indicam que os fluxos, sobretudo os bancários, são importantes determinantes dos ciclos de crédito por meio de grandes bancos locais, bem capitalizados, que acessam os mercados internacionais e atuam como intermediários. Morais *et al.* (2015) ressaltam os possíveis *spillovers* internacionais gerados pela política monetária e o *quantitative easing* adotado pelos Estados Unidos e Europa, investigando para isso os empréstimos bancários internacionais para as filiais dos bancos estrangeiros no México. São analisados, a partir de microdados, a expansão da oferta de crédito para as firmas locais, assim como se um relaxamento monetário afeta a avaliação de risco por parte dos bancos. Os resultados indicam que o crédito por parte de bancos estrangeiros aumenta em função do afrouxamento monetário, especialmente no caso em que políticas expansionistas são adotadas nos países-sede desses bancos.

4. Crédito doméstico e liquidez global: o caso brasileiro

O mapeamento da literatura feito na seção anterior mostra que, apesar de ser uma temática que ganha impulso após a crise de 2008, já há vários

5 Nesta trilha Rey (2013) chega ao questionamento do “trilema”: políticas monetárias autônomas somente são possíveis se a conta financeira for administrada, em qualquer regime cambial. Indo além, argumenta a favor de medidas macroprudenciais (para limitar o crescimento do crédito e a alavancagem) ao invés de controles de capital. Magud *et al.* (2012) compartilham desta perspectiva.

caminhos possíveis, e opções metodológicas a serem feitas, para uma análise quantitativa das relações entre liquidez global e crédito doméstico. As escolhas aqui feitas se justificam principalmente por especificidades da economia brasileira, que se quer destacar.

Uma primeira questão a ser respondida é se, num plano geral, as relações entre a liquidez internacional e o crédito doméstico se verificam no Brasil. Para tanto optou-se, seguindo Rey (2013) e outros autores, por usar a *proxy* de aversão ao risco (VIX) como indicador do ciclo global, e não os influxos de capital em si. Esta opção está ligada ao segundo plano de análise, relativo aos canais de transmissão desta relação. Identificou-se acima que eles seriam três: (i) o “tradicional”, de captação direta em moeda estrangeira por parte de residentes; (ii) o da “transmissão interbancária” por meio de captações para repasse local; e (iii) o dos “colaterais”, definido pela influência do ciclo global sobre a precificação dos ativos dos tomadores, que balizam condições e volume dos financiamentos domésticos.

O terceiro canal, menos presente na literatura, é o privilegiado aqui. Como ele não envolve necessariamente influxos, justifica-se assim tomar o VIX como indicador do ciclo global. As evidências relativas aos canais (i) e (ii) serão tratadas apenas descritivamente.

Por último, os exercícios aqui apresentados, tanto em busca da relação geral quanto na análise do “canal dos colaterais”, contém um detalhamento decorrente de duas peculiaridades institucionais do mercado brasileiro, que se quer investigar por este ângulo. De um lado, a segmentação do crédito em operações com recursos livres e direcionados; e de outro a separação pelo controle – público, privado nacional ou estrangeiro – da instituição ofertante.

4.1 A relação geral entre o ciclo de liquidez e o crédito doméstico

Como esclarecido acima, o primeiro objetivo da análise empírica é verificar o impacto agregado que o ciclo de liquidez exerce sobre a oferta de crédito local. Para tanto, são utilizadas cinco categorias de crédito, todas em termos da variação do saldo em carteira de mês contra o mesmo mês do ano anterior. O uso da variação do estoque, ao invés das concessões, se justifica pelo fato desta última série ser curta (desde 2011) e, mais importante, não permitir a divisão por controle da instituição financeira. Em estudo recente, Cunha *et al.* (2016) também utilizaram a variação do saldo para caracterizar o ciclo de crédito no Brasil.

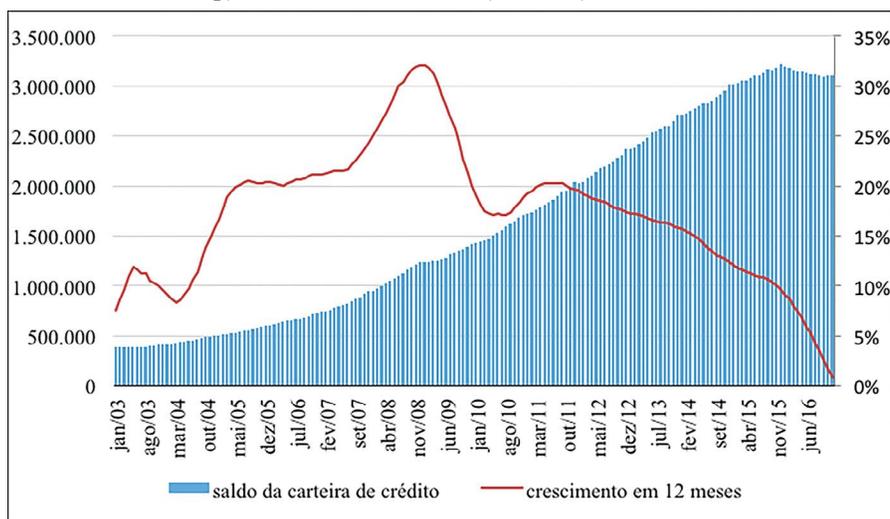
As categorias são: crédito total (série 20539, Banco Central do Brasil); crédito com recursos livres⁶ (série 20542, Banco Central do Brasil); crédito

6 Julgou-se suficiente apresentar os resultados com o saldo com recursos livres que, por contraste, iluminam as especificidades do crédito direcionado. Exercícios (não explicitados por economia de espaço) para este

de instituições financeiras sob controle público (série 2007, Banco Central do Brasil); crédito de instituições financeiras sob controle privado nacional (série 12106, Banco Central do Brasil); crédito das instituições financeiras sob controle estrangeiro (série 12150, Banco Central do Brasil). Os dados de crédito total e por controle de capital apresentam séries mais longas, e por isso é considerado nos exercícios o período entre 2004 e 2016. Por outro lado, no caso do crédito livre, a disponibilidade de dados permitiu que fosse analisado só o período entre 2008 e 2016.

Uma apresentação panorâmica por meio destas variáveis ajuda a contextualizar a investigação e a justificar algumas escolhas. O Gráfico 3 apresenta o saldo total da carteira de crédito – que acumulou a expressiva variação de 800% entre 2003 e 2015 – e sua taxa anualizada de crescimento, fortemente afetada pela crise internacional e declinante desde então. Já o Gráfico 4 revela a pequena participação de bancos com controle estrangeiro e o protagonismo dos públicos. Na discriminação por tipo de recursos, contata-se expansão maior dos direcionados, passando de um terço, no pré-crise, para metade do total.

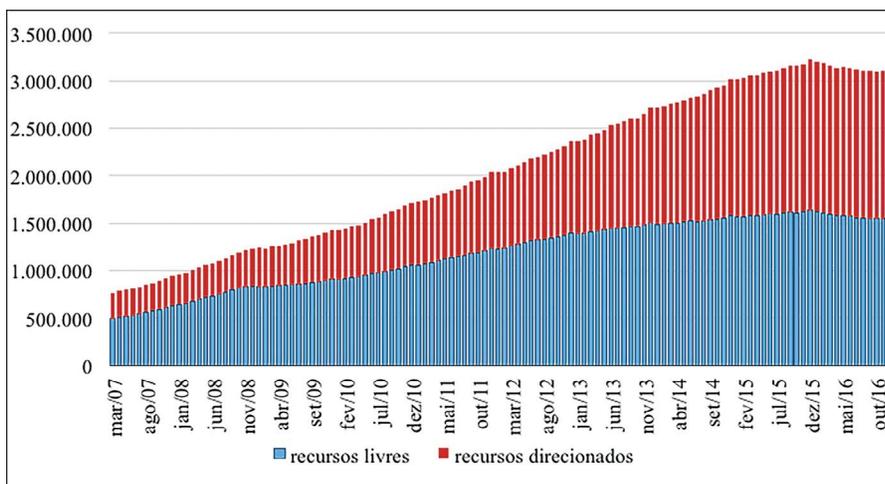
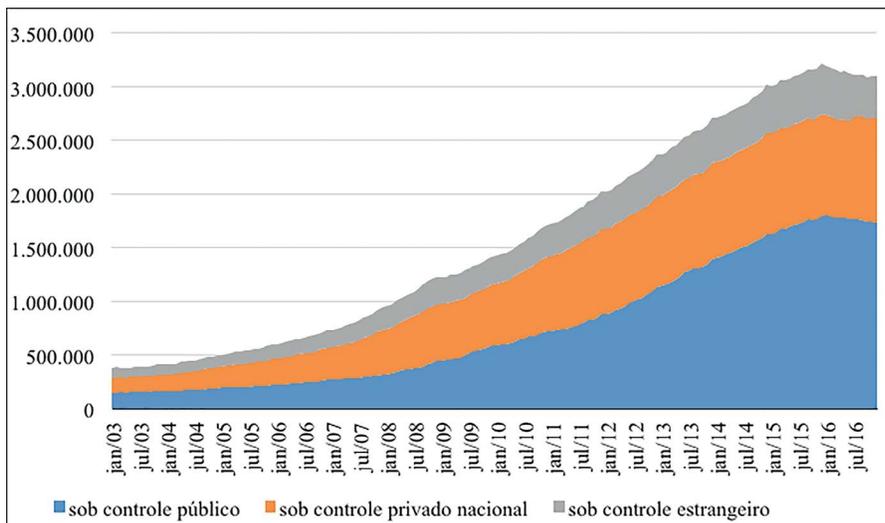
Gráfico 3 – Carteira de crédito total, R\$ milhões (eixo esq.); e crescimento anual (eixo dir.), 2003-2016



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

segmento, nos mesmos moldes dos apresentados a seguir, corroboram o comportamento distinto, tanto para a relação geral quanto por meio dos colaterais (tratada na seção 4.3).

Gráfico 4 – Carteira de crédito total, por controle e tipo de recursos, R\$ milhões, 2003-2016



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Como variáveis explicativas para estes primeiros exercícios utiliza-se o VIX e o IBC-Br como indicadores do ciclo de liquidez e da atividade doméstica, respectivamente. Os dados mensais do VIX (cuja trajetória foi mostrada no Gráfico 2) são disponibilizados pela *Chicago Board Options Exchange*. O IBC-Br (série 24363, Banco Central do Brasil) é uma *proxy* da demanda doméstica, e para ela considerou-se, assim como para a carteira de crédito, o crescimento sobre o mesmo mês do ano anterior.

Para esta e as próximas análises, utiliza-se a metodologia de Vetores Autorregressivos (VAR) e do Vetor de Correção de Erros (VEC), adequadas para lidar com séries temporais. Segundo Bueno (2011), tal técnica permite analisar modelos multivariados a partir de uma série de variáveis endógenas. Entretanto, salienta que o ordenamento influencia os resultados da estimação (função impulso-resposta e decomposição da variância), em virtude das restrições impostas pela Decomposição de Cholesky. Ainda segundo o autor, a metodologia VAR exige que as séries sejam estacionárias. Logo, na presença de séries integradas de primeira ordem é necessário aplicar a primeira diferença. Caso todas as variáveis do modelo apresentem a mesma ordem de integração e trajetória comum de longo prazo (verificada por meio de testes de cointegração) é mais adequado utilizar o VEC, que utiliza séries em nível.

Em todos os exercícios foram realizados os testes de Dickey-Fuller Aumentado e de Phillips-Perron para testar a estacionariedade das séries. No caso de apresentarem a mesma ordem de integração, realizou-se o teste de cointegração de Johansen. Na existência de cointegração é empregada a metodologia VEC; na ausência, utiliza-se a técnica VAR. A seleção da quantidade de *lags* adicionados em cada um dos modelos seguiu o critério da parcimônia e o objetivo de se obter resíduos livres de autocorrelação (teste LM) e homocedásticos (teste de White). A estabilidade foi auferida por meio da análise das raízes do polinômio característico.⁷ Os resultados são avaliados por meio dos instrumentos convencionais (decomposição da variância e funções de impulso-resposta).

4.1.1 *Variação do saldo total*

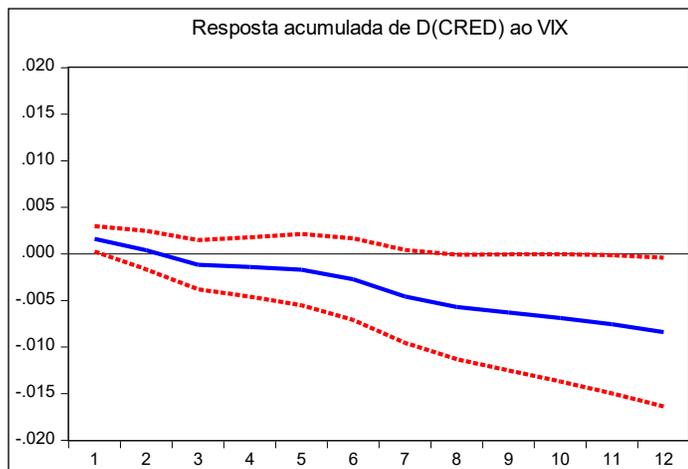
Após os testes, estimou-se um VAR de ordem 5. Os resultados indicam que o VIX e o IBC-Br apresentam impactos de magnitude muito semelhante sobre a variação do saldo da carteira de crédito total. Logo, há indícios de que as condições de liquidez e aversão ao risco nos mercados globais impactam a oferta de crédito no Brasil. As funções de impulso-resposta indicam que o VIX é negativamente relacionado ao crédito, como esperado. Assim, a elevação da aversão ao risco global tenderia a reduzir a oferta de crédito. O IBC-Br, por outro lado, apresenta o esperado sinal positivo.

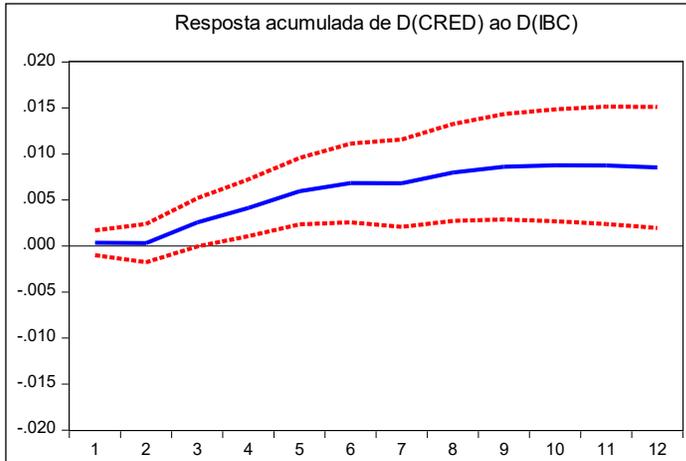
⁷ As funções de resposta ao impulso acumulada e a decomposição da variância foram obtidos por meio do software Eviews 7. Os resultados foram obtidos a partir de modelos livres de autocorrelação residual, homocedásticos e estáveis, respeitado o princípio da parcimônia.

Tabela 1 – Decomposição de Variância: saldo total de crédito

Período	VIX	D(IBC-Br)	D(CRED)
1	3,7	0,2	96,1
2	5,6	0,2	94,2
3	8,1	6,4	85,5
4	7,9	9,2	82,9
5	7,5	12,4	80,0
6	8,1	12,3	79,6
7	11,3	11,9	76,8
8	12,2	12,9	74,8
9	12,5	13,2	74,3
10	12,8	13,2	74,0
11	13,2	13,1	73,7
12	13,7	13,1	73,2

Figura 1 – Funções de impulso-resposta para a variação saldo total de crédito





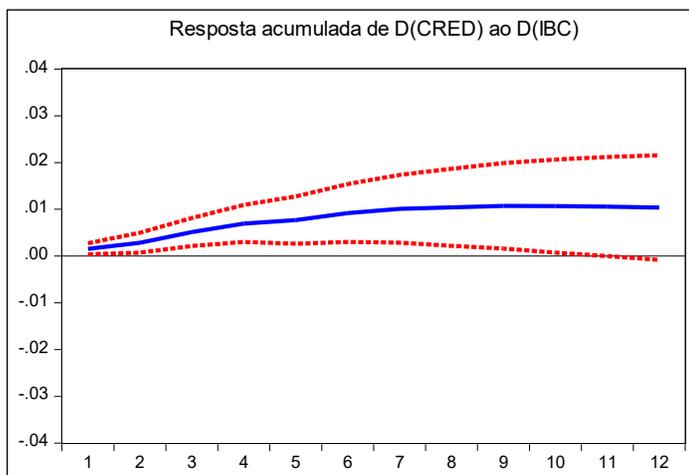
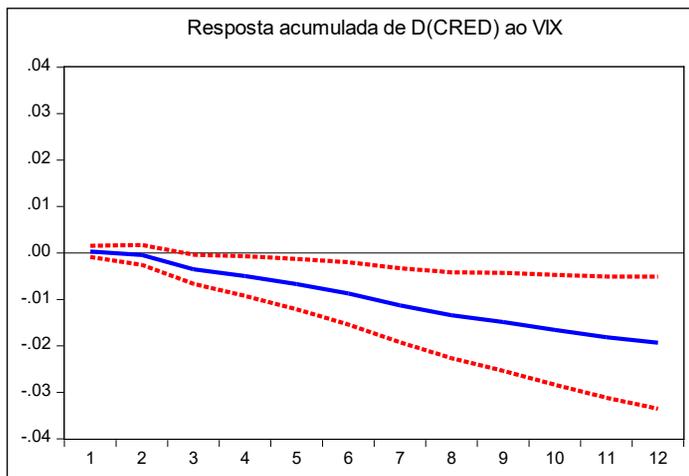
4.1.2 Variação do saldo com recursos livres

Considerando apenas os recursos livres, o impacto do VIX é ainda maior, superando o impacto do IBC-Br. Neste caso, optou-se por estimar um VAR(4) em função da necessidade de obter um modelo parcimonioso, livre de autocorrelação residual e com resíduos homocedásticos. Os sinais, novamente, indicam que o VIX tem uma relação negativa com a oferta de crédito e positiva com a atividade econômica doméstica. Os resultados confirmam que o crédito com recursos livres é mais afetado pelos fatores globais relacionados à liquidez do que os recursos direcionados.

Tabela 2 – Decomposição de Variância: saldo com recursos livres

Período	VIX	D(IBC-Br)	D(CRED)
1	0,3	6,5	93,2
2	1,5	9,0	89,5
3	16,4	14,9	68,6
4	17,6	18,0	64,5
5	19,3	16,5	64,2
6	21,8	17,4	60,8
7	26,9	16,9	56,1
8	30,2	16,2	53,6
9	31,5	15,9	52,6
10	33,4	15,5	51,2
11	34,8	15,1	50,1
12	35,6	14,9	49,5

**Figura 2 – Funções de impulso-resposta para a variação
 saldo de crédito com recursos livres**



Em suma, o impacto do VIX na oferta de crédito por parte dos bancos domésticos mostrou-se significativo em todos os casos analisados. Dessa forma, há evidências de que as condições de liquidez internacional impactam o crédito doméstico. Contudo, o impacto é mais evidente no caso do crédito com recursos livres. Na sequência, examina-se a importância do controle do capital da instituição ofertante.

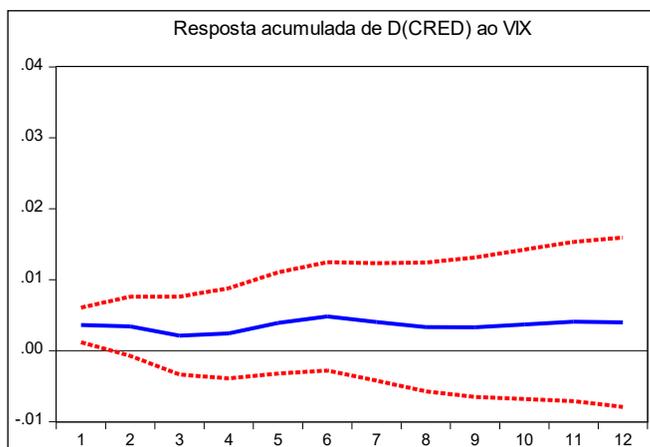
4.1.3 Variação do saldo sob responsabilidade de bancos públicos

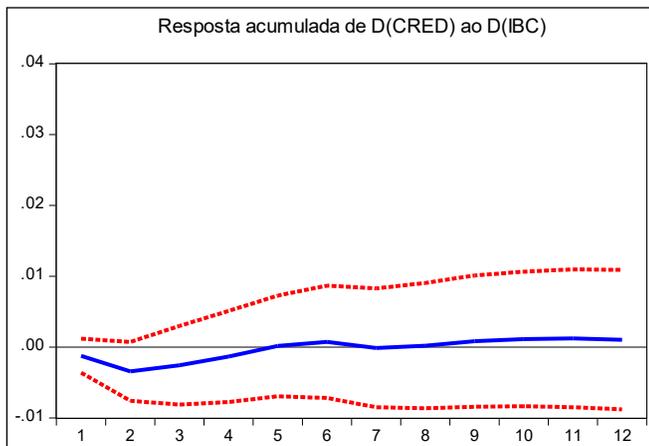
Em função dos testes LM e de White, estimou-se aqui um VAR de ordem 5. O crédito fornecido por bancos públicos apresentou um impacto menor do VIX, e com sinal contrário quando comparado aos exercícios anteriores. Contudo, os resultados das funções de impulso a resposta foram menos conclusivos. De modo geral, esse resultado corrobora a análise de Cunha *et al.* (2016), para o qual o crédito fornecido por bancos públicos no período recente apresentou um caráter anticíclico, tanto em termos das condições internacionais (VIX) quanto em termos da demanda doméstica (IBC-Br).

Tabela 3 – Decomposição de Variância: saldo de bancos públicos

Período	VIX	D(IBC-Br)	D(CRED)
1	5,7	0,7	93,7
2	5,0	2,4	92,5
3	5,6	2,7	91,8
4	5,5	3,2	91,3
5	6,2	4,0	89,8
6	6,3	4,0	89,7
7	6,5	4,2	89,4
8	6,6	4,2	89,2
9	6,6	4,3	89,1
10	6,7	4,4	89,0
11	6,7	4,3	88,9
12	6,7	4,4	88,9

Figura 3 – Funções de impulso-resposta para a variação saldo de bancos públicos





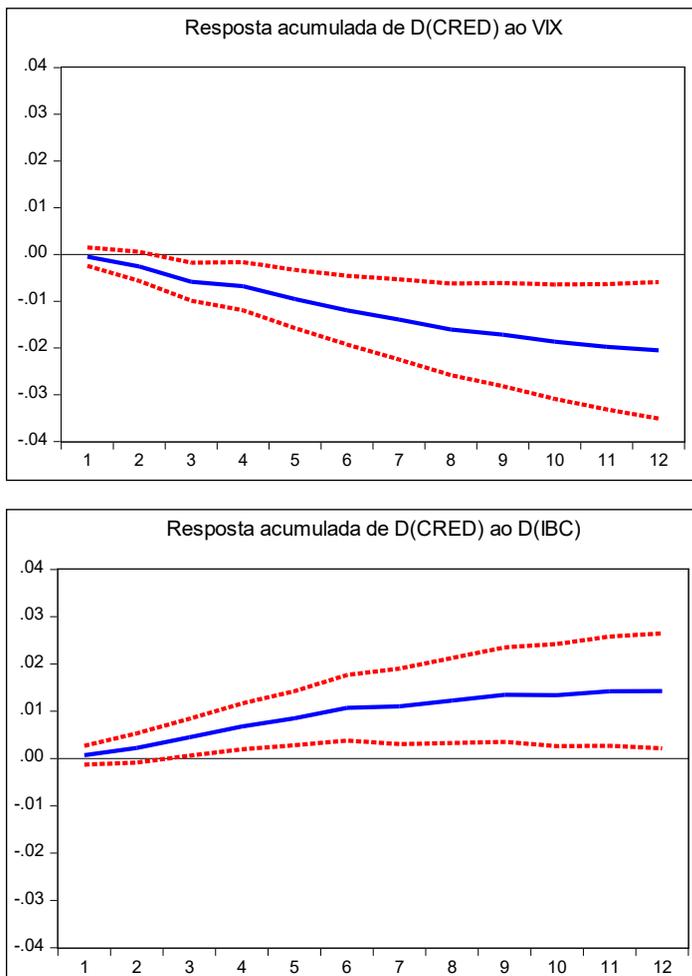
4.1.4 Variação do saldo sob responsabilidade de bancos privados nacionais

No caso dos bancos privados nacionais, as evidências encontradas destacam o caráter pró-cíclico de sua atuação, com peso maior da influência aqui investigada. O VAR estimado aqui é de ordem 5. O VIX apresentaria um impacto negativo na oferta de crédito, enquanto o do IBC-Br seria positivo. Em termos de magnitude, a decomposição da variância indica que a liquidez global impacta o crédito fornecido por bancos privados de forma até mais contundente do que o crescimento da demanda doméstica.

Tabela 4 – Decomposição de Variância: saldo de bancos privados nacionais

Período	VIX	D(IBC-Br)	D(CRED)
1	0,2	0,3	99,5
2	2,9	1,8	95,3
3	8,7	4,6	86,7
4	8,6	7,0	84,3
5	12,0	8,2	79,9
6	13,3	9,5	77,3
7	14,6	9,3	76,1
8	16,2	9,7	74,2
9	16,4	10,2	73,4
10	17,2	10,1	72,7
11	17,5	10,3	72,2
12	17,7	10,2	72,0

**Figura 4 – Funções de impulso-resposta para a
variação saldo de bancos privados nacionais**



Por fim, os resultados relativos à atuação dos bancos estrangeiros são menos conclusivos, motivo pelo qual os resultados não são explicitados. O impacto do VIX não está claro em termos da função impulso-resposta, o que é um resultado inesperado diante dos resultados observados em outras economias emergentes (como comentado na seção 3) e levanta questões interessantes para futuras investigações.

4.2 A captação direta e a “transmissão interbancária”

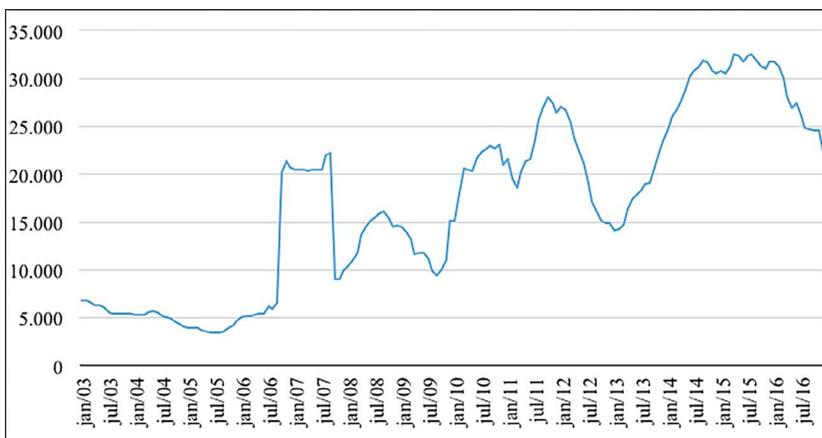
Como já anunciado, o foco da análise empírica detalhada é o terceiro canal de transmissão, na seção 4.3. Aqui é apresentada uma breve panorâmica

descritiva das evidências relativas ao primeiro e segundo canais, no que se refere às captações externas características destes mecanismos. Mesmo que não se desdobre as consequências, as indicações são bastante claras de que a tomada de recursos, por agentes domésticos em geral (canal i) e bancos (canal ii), sentiram o impacto da expansão da liquidez global após a crise de 2008 e as políticas monetárias expansionistas no centro.

O primeiro canal abrangeria os empréstimos bancários diretos entre um residente e um não residente, sem a intermediação de um banco doméstico; e o financiamento direto das empresas no exterior via emissão de títulos privados e as captações externas via operações intercompanhia, inclusive por meio de *offshores* atuando no exterior como filiais.

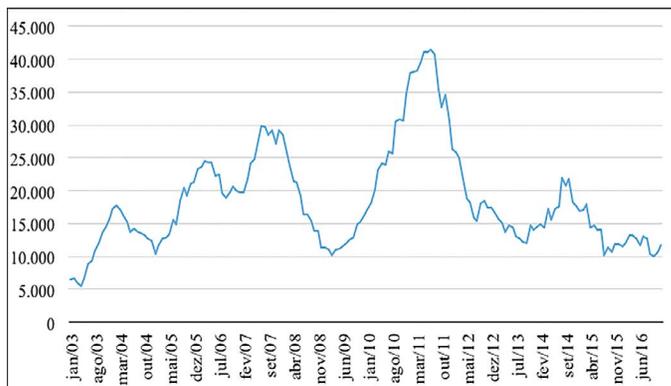
No Gráfico 5, a trajetória dos fluxos de empréstimos externos de longo prazo para tomadores não bancários revela os efeitos progressivos do excesso de liquidez global no período pós-crise, e também do diferencial de juros doméstico: nos períodos em que este se reduz, por controle de capitais e/ou redução da Selic, os montantes caem. A captação por meio de títulos negociados no exterior (Gráfico 6) se revela mais sensível, tanto à conjuntura internacional quanto aos determinantes domésticos. Por fim, os influxos na forma de operações intercompanhia, no Gráfico 7, deixam claro ter sido este um canal importante de tomada de recursos e aproveitamento do diferencial de juros, tanto por parte das filiais de multinacionais instaladas no Brasil quanto por parte de matrizes nacionais – que recebem o chamado “investimento reverso” de suas filiais no exterior, como alertado por McCauley *et al.*, (2015) e Avdjiev *et al.*, (2014).

Gráfico 5 – Empréstimos externos de longo prazo para o setor privado não bancário, acumulados em 12 meses, US\$ milhões, 2003-2016



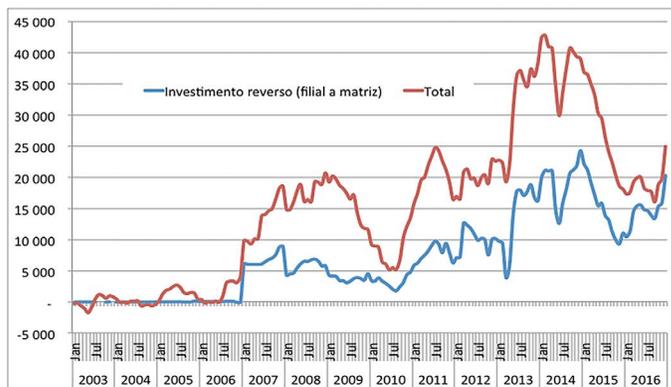
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Gráfico 6 – Títulos de dívida negociados no exterior, acumulados em 12 meses, US\$ milhões, 2003-2016



Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Gráfico 7 – Empréstimos intercompanhia (passivos), total e filial a matriz, acumulados em 12 meses, US\$ milhões, 2003-2016

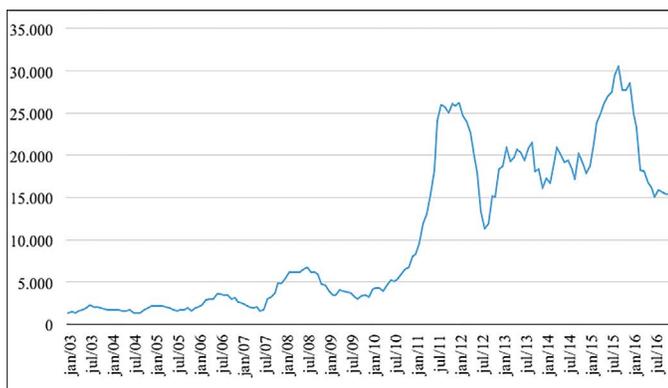


Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Sobre o segundo canal, a principal evidência de sua importância para o Brasil no pós crise é dada pelo Gráfico 8, que registra o forte crescimento dos empréstimos de longo prazo para bancos locais, particularmente depois de 2010. Assim como no caso de empréstimos para não bancos e operações intercompanhia vistos acima, os montantes captados durante a retomada após a crise são muito superiores aos registrados antes de 2008.⁸

⁸ Dados de estoque também revelam a importância dos canais I e II no período recente, com ganho de participação de bancos enquanto setor devedor, e de empréstimos intercompanhia e títulos como modalidade de passivo. Ver Biancarelli *et al.* (2017).

Gráfico 8 – Empréstimos externos de longo prazo para bancos residentes, acumulados em 12 meses, US\$ milhões, 2003-2016



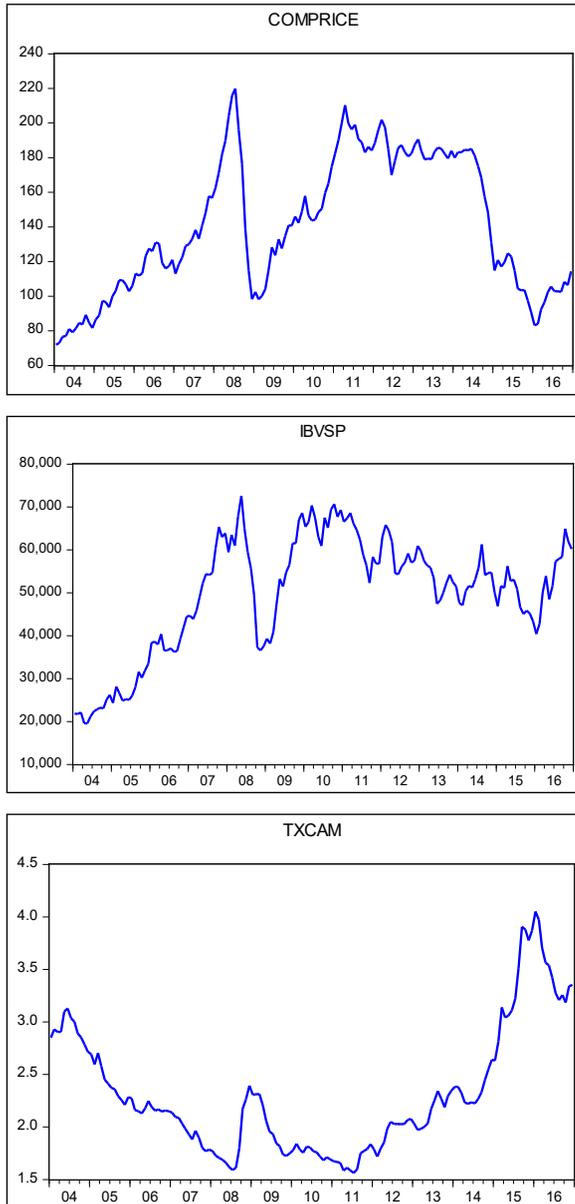
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

4.3 O canal dos colaterais

Na seção 3, identificou-se – dispersa na literatura – a existência de um terceiro canal da influência aqui estudada. O ciclo financeiro global seria capaz de promover uma valorização de ativos negociados internacionalmente, como é caso das *commodities*, e de ativos domésticos, como as ações cotadas em bolsas de valores e da própria moeda local. Logo, supõe-se que há uma influência para além dos influxos de capitais, que se manifesta na inflação de ativos e, portanto, na capacidade de alavancagem dos agentes. O que se propõe agora é avaliar a existência e importância desse canal indireto no caso da economia brasileira.

De forma específica, avalia-se o impacto dos preços internacionais das *commodities* (COMPRICE, divulgada pelo FMI), da taxa de câmbio (TXCAM, série 3697, Banco Central do Brasil) e dos preços das ações cotadas no mercado doméstico (IBVSP, série 7845, Banco Central do Brasil), na oferta de crédito. A trajetória destas três variáveis vai mostrada no Gráfico 9. O IBC-Br (série 24363, Banco Central do Brasil) é novamente utilizado como uma *proxy* da atividade econômica doméstica, cuja influência que também é avaliada explicitamente nos exercícios.

Gráfico 9 – Índice de preços de commodities (2005=100); Índice Ibovespa (pontos) e Taxa nominal de câmbio (média mensal, compra), 2003-2016



Fonte: FMI e Banco Central do Brasil, elaboração própria.

Utiliza-se novamente a metodologia de Vetores Autorregressivos (VAR) e do Vetor de Correção de Erros (VEC). Aplicam-se também os testes

convencionais. Para testar a hipótese de existência de raiz unitária aplicam-se os testes de Dickey-Fuller Aumentado e de Phillips-Perron. Os testes LM e de White verificam, respectivamente, a existência de autocorrelação e heterocedasticidade. A quantidade de *lags* foi definida do princípio da parcimônia, da inexistência de autocorrelação serial e de heterocedasticidade dos resíduos. A análise das raízes do polinômio característico permite averiguar a estabilidade do modelo. Os resultados obtidos por meio da decomposição da variância e das funções de impulso-resposta são apresentados a seguir, seguindo os mesmos passos: do agregado maior (saldo total), passando pelo saldo apenas com recursos livres, e finalmente dividindo a análise pelo controle das instituições emprestadoras.

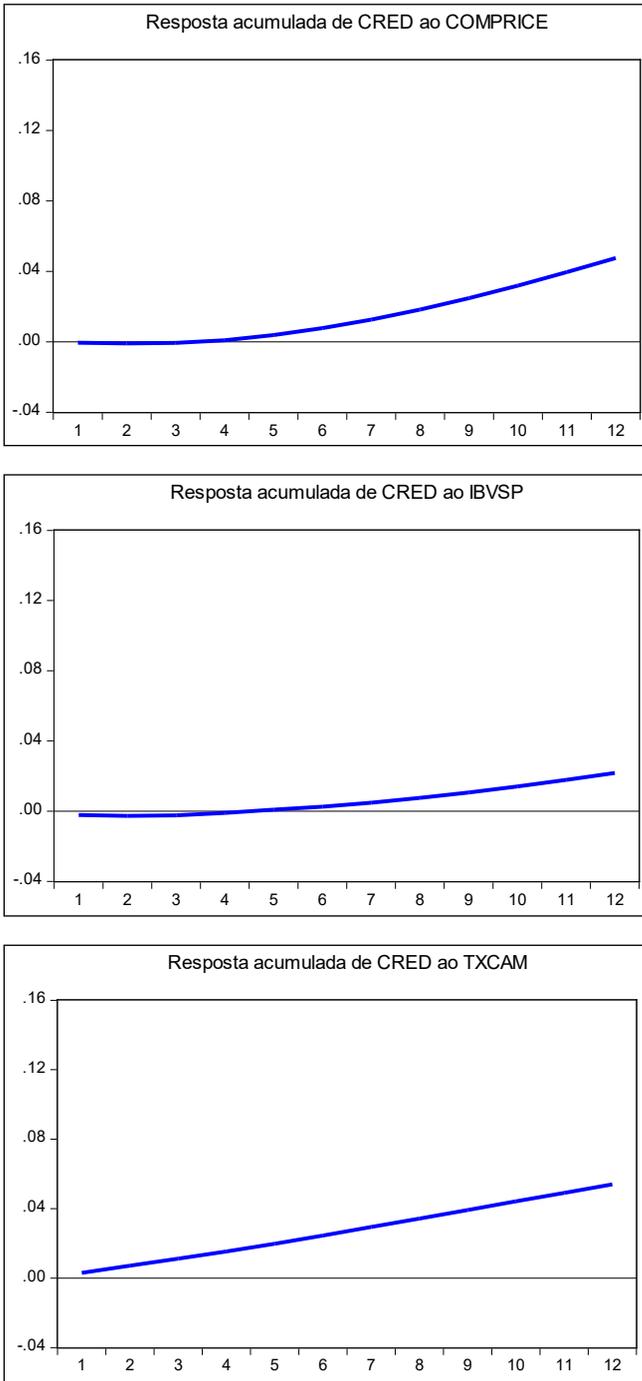
4.3.1 *Variação do saldo total*

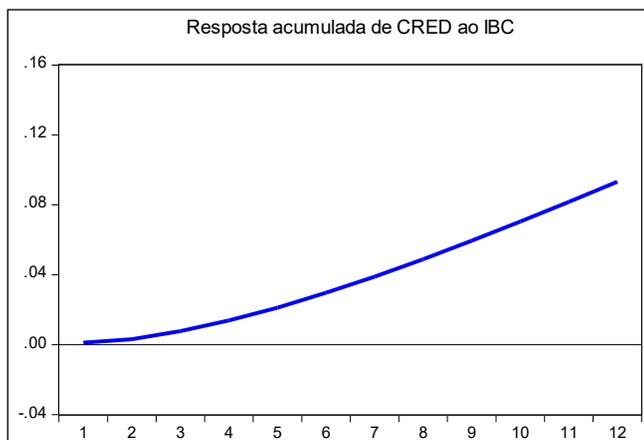
De acordo com os critérios adotados, estimou-se neste primeiro caso um modelo VEC com a inclusão de 3 defasagens. A opção de utilizar o VEC decorre da constatação de que todas as séries são integradas de ordem 1 e que há um vetor de cointegração segundo o teste de Johansen. Segundo a decomposição da variância e as funções de impulso-resposta, o fator de demanda doméstica é mais relevante para explicar o comportamento do saldo de crédito total. Elementos relacionados aos colaterais, como o preço das *commodities* e o índice Ibovespa, apresentam os sinais esperados e um impacto moderado. No caso da taxa de câmbio, a função de impulso-resposta indica que uma desvalorização contribui para o crescimento do crédito, na direção contrária à esperada.

Tabela 6 – Decomposição de Variância: saldo total

Período	COMPRICE	IBVSP	TXCAM	IBC-Br	CRED
1	0,3	6,2	11,7	1,7	80,0
2	0,3	2,8	14,9	2,9	79,1
3	0,2	1,7	14,2	9,1	74,8
4	0,6	1,6	13,3	14,3	70,1
5	1,8	1,6	12,5	18,2	65,9
6	3,1	1,5	11,6	21,5	62,3
7	4,3	1,6	10,9	23,7	59,5
8	5,6	1,8	10,2	25,4	57,0
9	6,9	2,0	9,6	26,8	54,8
10	8,0	2,2	9,1	27,6	53,1
11	9,1	2,4	8,6	28,3	51,7
12	9,9	2,5	8,2	28,8	50,5

Figura 6 – Funções de impulso-resposta para a variação saldo de crédito total





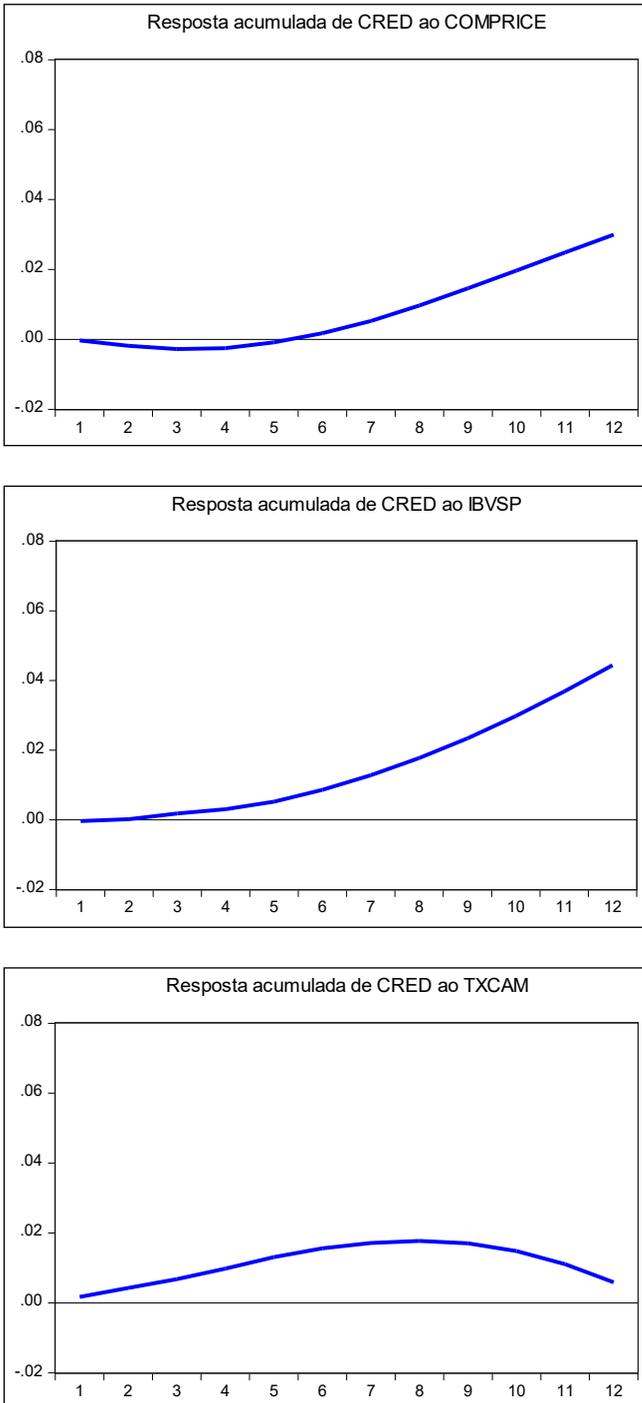
4.3.2 Variação do saldo com recursos livres

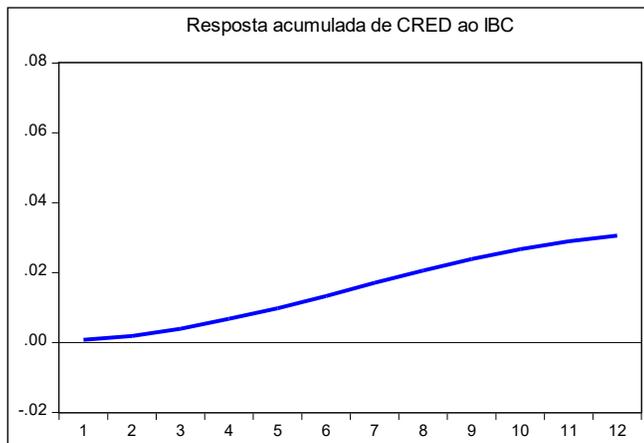
No caso dos recursos livres, o impacto dos colaterais é consideravelmente maior, em linha com a maior sensibilidade desse segmento do crédito já encontrada na seção 4.1. Optou-se por estimar um VEC de ordem 3, pois após constatar que as séries seriam integradas de mesma ordem, o teste de Johansen indicou a existência de dois vetores de cointegração. Os preços internacionais das *commodities* e o índice Ibovespa aparecem positivamente relacionados à oferta de crédito e com impactos significativos. A taxa de câmbio permanece apresentando impacto positivo.

Tabela 7 – Decomposição de Variância: saldo com recursos livres

Período	COMPRICE	IBVSP	TXCAM	IBC-Br	CRED
1	0,3	0,3	8,7	1,8	88,8
2	2,7	0,4	10,5	1,9	84,5
3	2,3	2,1	10,9	4,1	80,6
4	1,7	2,3	12,3	7,0	76,8
5	2,3	3,4	13,1	8,5	72,7
6	3,8	6,0	12,1	10,2	67,9
7	6,0	9,1	10,5	11,8	62,6
8	9,0	12,5	8,9	12,4	57,3
9	11,8	16,1	7,7	12,4	52,0
10	14,0	20,0	7,4	11,9	46,7
11	15,6	23,7	8,2	11,0	41,5
12	16,4	27,0	10,1	9,9	36,6

Figura 7 – Funções de impulso-resposta para a variação saldo com recursos livres





De forma geral, pode-se constatar que as variáveis associadas aos colaterais e à inflação de ativos impactam a oferta de crédito, principalmente aquele com recursos livres. Os exercícios econométricos indicaram que o preço internacional das *commodities* e o Ibovespa afetam positivamente o crescimento do crédito. Já o impacto da taxa de câmbio, no sentido contrário ao originalmente esperado, merece reflexões e investigações posteriores. O poder explicativo do IBC-Br, *proxy* da demanda doméstica, reduziu-se conforme a variável de crédito utilizada. A modalidade de crédito, livre ou direcionado, parece responder de forma diversa quanto aos estímulos do ciclo de liquidez internacional e da demanda doméstica.

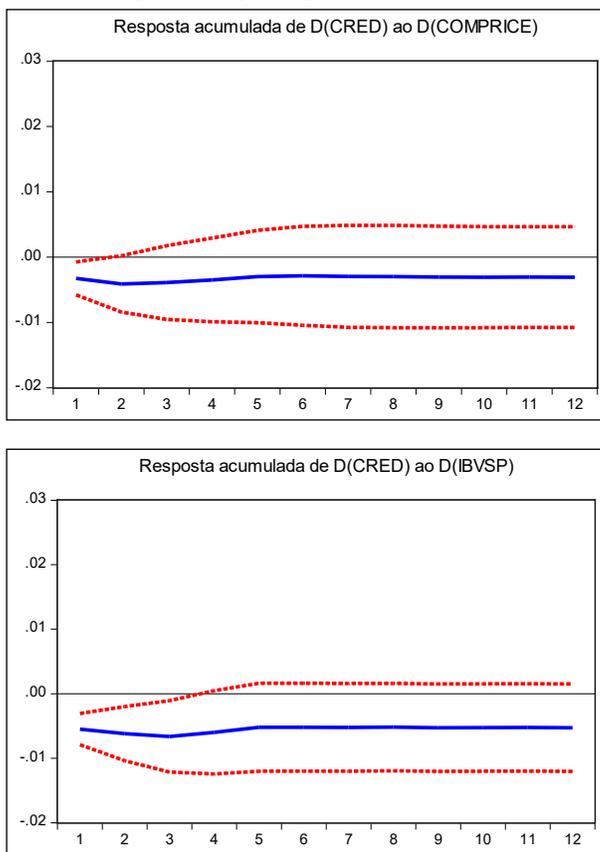
4.3.3 *Varição do saldo sob responsabilidade de bancos públicos*

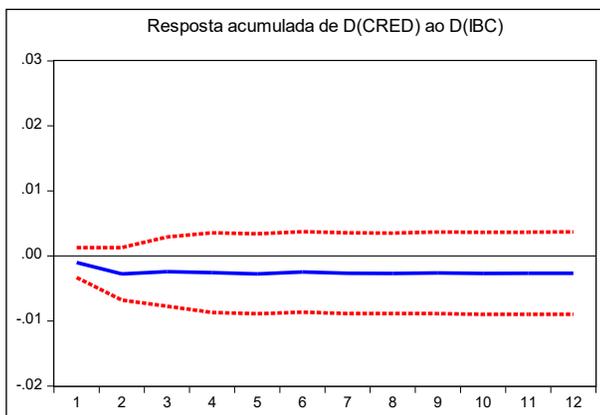
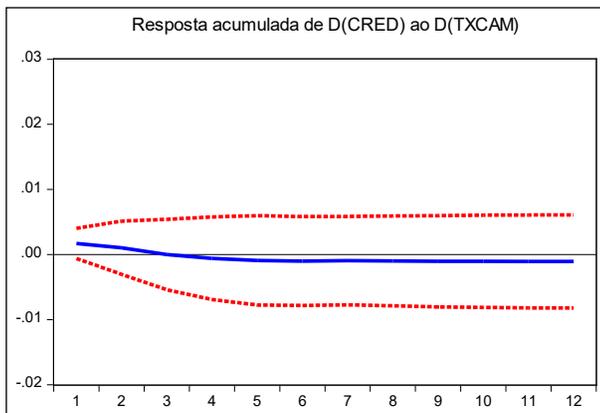
Considera-se agora a diferenciação do crédito por controle de capital da instituição financeira. Foi estimado um VAR de ordem 3. Mesmo as séries sendo integradas de mesma ordem, o teste de cointegração de Johansen não indicou a presença de vetores de cointegração. Os resultados para o saldo fornecido por instituições públicas são menos relevantes e com sinais contrários aos esperados inicialmente. Os preços internacionais de *commodities* e o Ibovespa teriam impactos negativos, possivelmente em virtude do caráter anticíclico destacado anteriormente, que também aparece nesse caso com relação ao IBC-Br. A taxa de câmbio, por sua vez, apresenta um impacto baixo e negativo. Contudo, os testes econométricos são bem menos conclusivos neste caso.

Tabela 8 – Decomposição de Variância: saldo de bancos públicos

Período	D(COMPRICE)	D(IBVSP)	D(TXCAM)	D(IBC-Br)	D(CRED)
1	4,3	12,3	1,2	0,4	81,8
2	4,1	11,1	1,2	1,5	82,1
3	4,1	11,1	1,6	1,5	81,7
4	4,1	11,1	1,7	1,5	81,6
5	4,2	11,3	1,7	1,5	81,3
6	4,2	11,3	1,7	1,5	81,3
7	4,2	11,3	1,7	1,5	81,3
8	4,2	11,3	1,7	1,5	81,3
9	4,2	11,3	1,7	1,5	81,3
10	4,2	11,3	1,7	1,6	81,3
11	4,2	11,3	1,7	1,6	81,3
12	4,2	11,3	1,7	1,6	81,3

Figura 8 – Funções de impulso-resposta para a variação saldo de bancos públicos





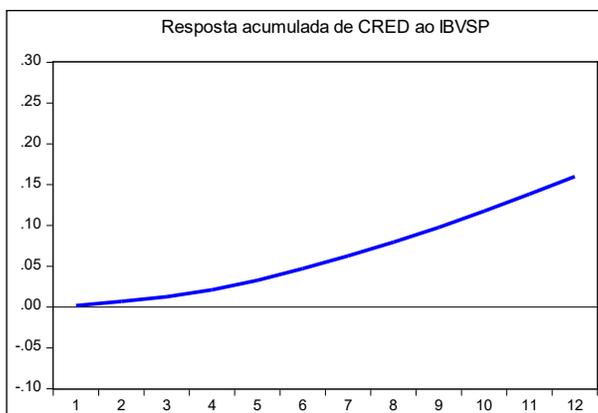
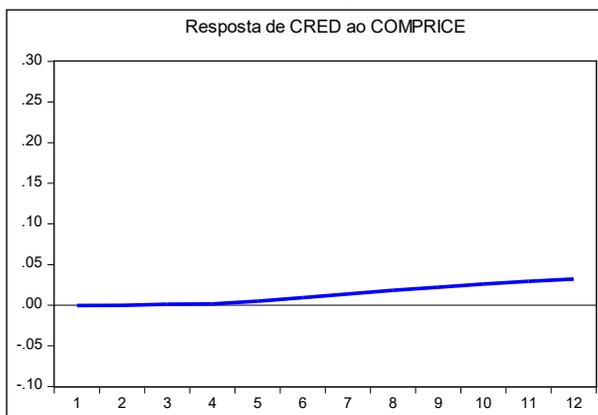
4.3.4 Variação do saldo sob responsabilidade de bancos privados nacionais

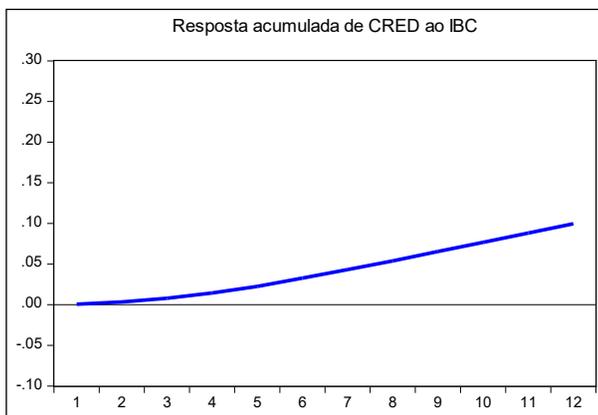
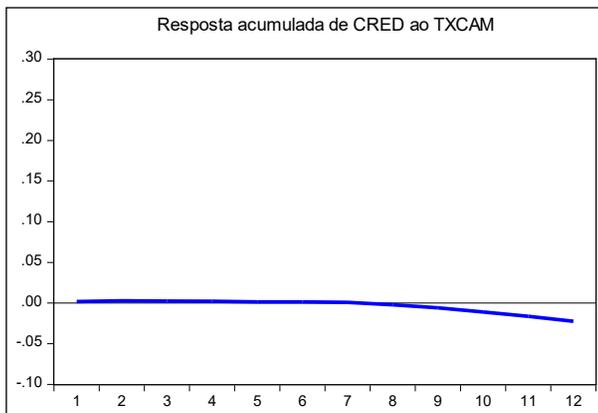
O crédito fornecido pelos bancos privados nacionais, por sua vez, apresenta relações diversas com as variáveis em análise. Estimou-se um VEC de ordem 5. O teste de Johansen indicou a presença de um vetor de cointegração. Novamente, as *commodities* e o Ibovespa impactaram positivamente no crédito, com maior impacto do último e muito baixo do primeiro. A taxa de câmbio, contudo, nesse caso apresenta um impacto negativo, mas baixo. O IBC-Br permanece impactando positivamente o crédito de forma moderada.

Tabela 9 – Decomposição de Variância: saldo de bancos privados nacionais

Período	COMPRICE	IBVSP	TXCAM	IBC-Br	CRED
1	0,1	2,6	2,4	0,3	94,6
2	0,0	8,6	1,3	2,3	87,8
3	0,4	11,6	0,8	5,2	82,0
4	0,3	15,2	0,5	8,1	75,9
5	1,0	20,1	0,4	10,3	68,3
6	1,6	23,1	0,2	11,8	63,3
7	1,8	24,7	0,2	12,0	61,3
8	1,9	26,1	0,4	12,2	59,5
9	1,8	27,3	0,6	12,3	58,1
10	1,7	28,7	0,9	12,0	56,8
11	1,6	29,7	1,1	11,8	55,9
12	1,4	30,6	1,4	11,5	55,1

Figura 9 – Funções de impulso-resposta para a variação saldo de bancos privados nacionais



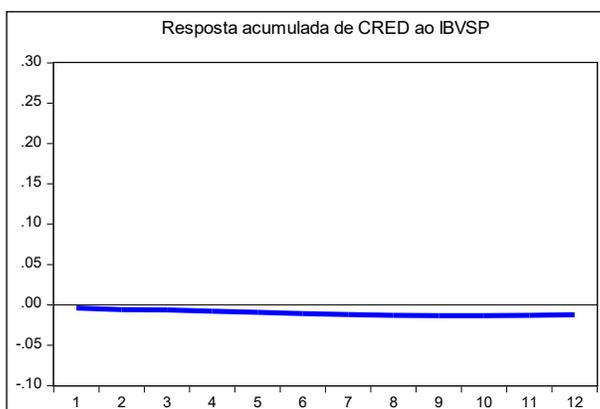
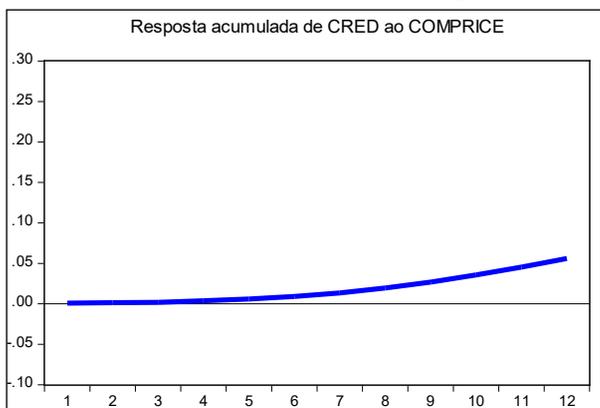


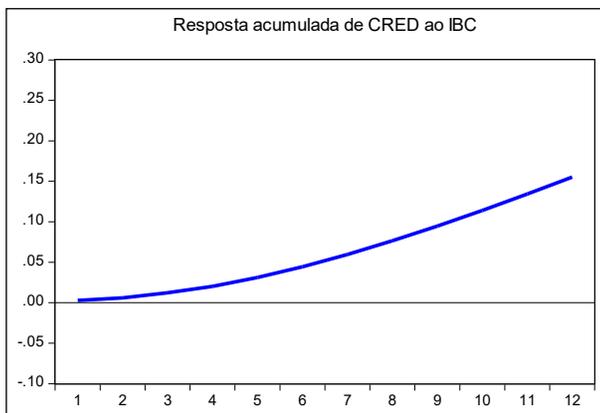
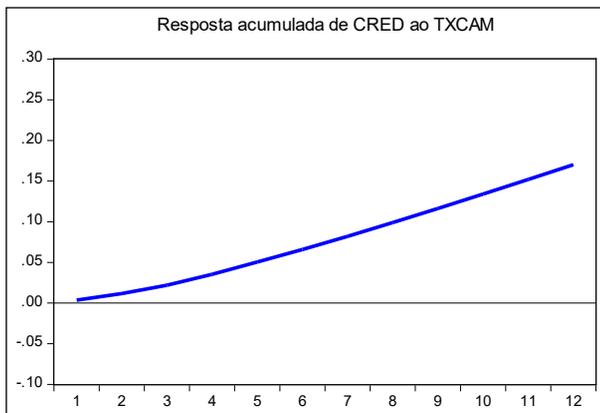
4.3.5 Variação do saldo sob responsabilidade de bancos estrangeiros

Para os bancos estrangeiros, por fim, os impactos dos colaterais são baixos, tanto para o caso do Ibovespa como para o caso dos preços de *commodities*. Estimou-se nesse caso um VEC(3) com um vetor de cointegração. A taxa de câmbio, no entanto, apresenta uma relação positiva com a variação do saldo de crédito e, nesse caso, sendo bem mais relevante do que nas análises anteriores, o que talvez ajude a entender as razões dos sinais não esperados desta variável em quase todos os exercícios aqui realizados, como discutido a seguir.

Tabela 10 – Decomposição de Variância: saldo de bancos estrangeiros

Período	COMPRICE	IBVSP	TXCAM	IBC-Br	CRED
1	0,3	4,7	4,1	2,4	88,5
2	0,2	2,9	11,6	2,7	82,6
3	0,1	1,6	15,2	4,8	78,3
4	0,3	1,2	20,0	6,6	71,9
5	0,4	0,9	22,5	9,2	67,0
6	0,6	0,8	23,7	11,9	63,1
7	0,9	0,6	24,1	14,3	60,1
8	1,3	0,5	24,4	16,4	57,4
9	1,9	0,4	24,3	18,3	55,1
10	2,5	0,4	24,2	19,8	53,1
11	3,1	0,3	24,0	21,2	51,4
12	3,7	0,3	23,7	22,3	50,0

**Figura 10 – Funções de impulso-resposta para a
variação saldo de bancos estrangeiros**



Estes últimos exercícios sugerem, assim, que os bancos públicos, privados nacionais e estrangeiros possuem uma forma diferente de atuação, pelo menos dentro dos parâmetros analisados neste estudo. Os bancos públicos apresentam um comportamento no geral anticíclico, tanto com relação à evolução dos colaterais como no caso da demanda doméstica. No caso dos bancos privados, é possível identificar um comportamento cíclico, com impacto relevante da valorização dos colaterais. Essa diferença na lógica de atuação já havia sido detectada no estudo de Cunha *et al* (2016). No caso dos bancos estrangeiros, os impactos dos colaterais são extremamente reduzidos. O comportamento do crédito parece fortemente influenciado pela demanda doméstica.

Destaca-se também o impacto da taxa de câmbio, que diferente do caso dos bancos públicos e privados nacionais, apresenta um impacto considerável e positivo. Uma hipótese para tal comportamento – e que ajuda a entender o sinal não esperado desta variável em quase todos os exercícios realizados – é

a de que o que se está captando na realidade é o efeito de uma valorização ou desvalorização diretamente sobre o estoque de crédito, e não sobre os colaterais que influenciariam sua expansão ou contração. Como os bancos estrangeiros tendem a se utilizar de maneira mais intensa do *funding* externo para fazer repasses domésticos, no qual o risco cambial é transferido para as empresas (canal ii), o saldo de crédito (sempre medido em moeda local) se ampliaria com uma desvalorização da moeda doméstica.

5. Considerações finais

O presente artigo procurou trazer para o exame do mercado de crédito brasileiro o tema da transmissão dos ciclos internacionais de liquidez para as condições financeiras domésticas. Para tanto, procedeu-se a uma revisão da literatura dominante sobre os fluxos internacionais de capital, reportando também seu caráter cíclico e sua íntima ligação com fatores externos aos países em desenvolvimento envolvidos no movimento – notadamente a política monetária na economia central e o grau de aversão ao risco dos investidores globais.

Há um crescente consenso, ensejado pelos acontecimentos posteriores à crise de 2008, acerca destas determinações gerais do ciclo e, mais importantes, algumas derivações delas que desembocam nos impactos dos ciclos sobre os mercados locais de crédito, particularmente em economias emergentes. Na resenha desta segunda frente da literatura, identificou-se três canais de transmissão dessa influência: um tradicional (mais diretamente relacionado à questão da vulnerabilidade externa), um intermediado por bancos com ligações externas, e um terceiro – pouco tratado na literatura e que se escolheu para aprofundar – que envolveria a valorização dos ativos locais que, usados como parâmetros para a concessão de crédito, poderiam influenciar o seu comportamento.

Encontradas e apresentadas as evidências empíricas de uma relação geral entre o ciclo de liquidez e o crédito doméstico, e brevemente comentados alguns fortes sinais de operação dos canais i e ii na economia brasileira, examinou-se com mais atenção o canal dos colaterais, com resultados interessantes (a despeito de menos robustos do ponto de vista estatístico) e que se relacionam com especificidades do mercado de crédito brasileiro.

Em primeiro lugar, evidenciada a relevância do canal dos colaterais – explicitamente, aqui: preços de *commodities* e bolsa de valores – enquanto influenciadores do crédito ao lado da demanda local, constata-se que tal impacto é bem maior no segmento que opera com recursos livres, em comparação com o direcionado. Isso já tinha sido encontrado – com mais nitidez – ao se examinar a relação geral entre crédito e liquidez global. Trata-se de

um argumento adicional para iluminar a discussão sobre as vantagens e desvantagens do direcionamento do crédito no Brasil.

Da mesma forma, a análise por controle dos bancos envolvidos revelou que, tanto no plano geral quanto no relativo ao canal dos colaterais, a transmissão da oscilação cíclica da liquidez internacional é menor para o crédito fornecido por bancos públicos, em relação aos privados. Como a influência do ciclo global é, na visão de todos os autores aqui analisados, fonte de vulnerabilidade a crises – cambiais e financeiras – também este dado da institucionalidade brasileira deveria ser levado em conta.

Outra discussão derivada dos resultados aqui encontrados se refere ao papel do setor externo – e do crédito doméstico – na desaceleração e crise da economia brasileira nos últimos anos. É verdade que não se repetiram os problemas clássicos de escassez de divisas – como visto, mesmo com elevados déficits em Conta Corrente e muitas incertezas domésticas o país ampliou sua participação nos influxos de capital para emergentes – mas provavelmente a influência da economia internacional sobre a doméstica se deu por outros mecanismos. As evidências encontradas sugerem que um deles pode ter sido a transmissão do ciclo de liquidez global, em sua fase de baixa, para o crédito doméstico (que havia sido um dos motores da retomada do crescimento na década anterior).

Por fim, o artigo abre novas frentes de investigação em busca do aprofundamento do tema. Entre as mais óbvias, a primeira seria um desdobramento dos exercícios relativos ao ainda pouco estudado canal dos colaterais – possivelmente com a inclusão de outras variáveis representativas – em busca de evidências mais sólidas de sua influência. Uma segunda seria um tratamento empírico adequado das relações entre a liquidez global e o crédito doméstico por meio do canal da intermediação bancária, cujas evidências preliminares são relevantes. O uso de microdados das operações de crédito, em busca da identificação do *funding* externo, parece um caminho promissor nesta direção.

Uma terceira seria uma discussão do papel da taxa de câmbio nestas relações. Os resultados aqui encontrados sugerem que os efeitos da oscilação do câmbio sobre o valor do estoque do crédito (que está em parte denominado em moeda estrangeira, mas é mensurado em reais) é mais importante do que seu papel enquanto parâmetro para a valorização da riqueza e dos colaterais. Mas claramente muito mais pesquisa é necessária nessa frente.

REFERÊNCIAS

AHMED, S.; ZLATE, A. Capital flows to emerging market economies: A brave new world? **Journal of International Money and Finance** 48, p. 221-248, 2014.

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

AVDJIEV, S.; CHUI, M. E; SHIN, H. S. Non-financial corporations from emerging market economies and capital flows. **BIS Quarterly Review**, December 2014.

BASKAYA, Y. S. International Spillovers and Local Credit Cycles. **NBER Working Paper** n. 23149, 2017.

BIANCARELI, A. M. **Integração, ciclos e finanças domésticas**: o Brasil na globalização financeira. Campinas: IE/Unicamp, tese de doutoramento. 2007.

BIANCARELI, A. M. A visão convencional sobre a abertura financeira e suas mutações recentes. **Estudos Econômicos** v. 40, n. 4, p. 917-942, 2010.

BIANCARELI, A. M. Brazil, developing economies and private international capital flows: the (new) challenges in the post-crisis scenario. *In*: 15TH CONFERENCE OF THE RESEARCH NETWORK MACROECONOMICS AND MACROECONOMIC POLICIES (FMM): 'From crisis to growth? **Anais** [...]. Berlin 2011.

BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. **O setor externo no governo Dilma e seu papel na crise**. Campinas: IE/Unicamp, Texto para Discussão n. 296. 2017.

BIS. Financial globalization and emerging market capital flows, Bank for International Settlements. **BIS Papers** 44, 2008.

BIS. Global liquidity: concept, measurement and policy implications. **CGFS Papers** 45, Committee on the Global Financial System. 2011.

BORIO, C.; MCCAULEY, R.; MGGUIRE, P. Global credit and domestic credit booms. **BIS Quarterly Review**, September, p. 43-57, 2011.

BORIO C.; DISYATAT Global imbalances and the financial crisis: link or no link? **BIS Working Paper** 346, 2011.

BORIO C.; DISYATAT Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously. **BIS Working Paper** 525, 2015.

BRONER, F. *et al.* **Gross capital flows: Dynamics and crises.** Journal of Monetary Economics 60, p. 113-133, 2013.

BRUNO, V.; SHIN, H. S. Cross-border banking and global liquidity. **BIS working paper** 458, 2014a.

BRUNO, V.; SHIN, H. S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. 2014b. **Journal of Monetary Economics** 71, p. 119-132. 2015.

BUENO, R. D. L. S. **Econometria de séries temporais.** São Paulo: Cengage Learning. 2011.

CABALLERO, J. Do surges in international capital inflows influence the likelihood of banking crises? cross-country evidence on bonanzas in capital inflows and bonanza-boom-bust cycles. **IDB Working Paper**, n. 305. 2012.

CALDERÓN, C.; KUBOTA, M. Gross Inflows Gone Wild: Gross Capital Inflows, Credit Booms and Crises. **Policy Research Working Paper** 6270, 2012.

CALVO, G. Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stops. **Journal of Applied Economics**, v. 1, n. 1, p. 33-54, 1998.

CALVO, G. and REINHART, C. M. When capital flows come to a sudden stop: consequences and policy. *In*: KENEN, P.; SWOBODA, A. (eds.). **Reforming the International Monetary and Financial System.** International Monetary Fund, Washington, D.C. 2000.

CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L.; REINHART, C. M. Capital Inows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. **Staff Papers** (International Monetary Fund), v. 40, n. 1, p. 108-151, 1993.

CARDARELLI, R.; ELEKDAG, S.; KOSE, M. A. Capital inflows: Macroeconomic implications and policy responses. **Economic Systems**, v. 34, n. 4, p. 333-356, 2010.

CUNHA, A. M. *et al.* Ciclos Financeiros e o Comportamento do Crédito no Brasil entre 2004 e 2015. In: 44º ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, **Anais** [...]. Foz do Iguaçu. 2016.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R. (eds.). **Other People's Money**: debt denomination and financial instability in emerging market economies. Chicago: The University of Chicago Press. 2005.

EL-ERIAN, M. A. Restoration of Access to Voluntary Capital Market Financing: The Recent Latin American Experience. **Staff Papers** (International Monetary Fund), v. 39, n. 1, p. 175-194, 1992.

FELDSTEIN, M.; HORIOKA, C. Domestic Saving and International Capital Flows. **Economic Journal**, v. 90, n. 358, p. 314-329, 1980.

FORBES, K. J.; WARNOCK, F. E. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. **Journal of International Economics** 88, p. 235-251, 2012.

FRATZSCHER, M. Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. **Journal of International Economics**, v. 88, n. 2, p. 341-356, 2012.

GHOSH, A. R.; KIM, J.; QURESHI, M. S.; ZALDUENDO, J. Surges. **IMF Working Paper** n. 12/22, 2012.

GOURINCHAS, P.; OBSTFELD, M. Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First. **American Economic Journal: Macroeconomics**, 4, p. 226-65, January 2012.

GOLDSTEIN, M.; TURNER, P. **Controlling currency mismatches in emerging markets**. Washington: Institute of International Economics. 2004.

IMF. World Economic Outlook, October, International Monetary Fund, Washington, DC. 2007.

INSTITUTE of International Finance (vários números). Capital flows to emerging market economies.

KAMINSKY, G.; REINHART, C. The twin crises: the causes of banking and balance-of payments problems. **The American Economic Review**, v. 89, n. 3, p. 473-500, 1999.

KAMINSKY, G. L.; REINHART, C. M.; VEGH, C. A. **When it rains, it pours**: procyclical capital flows and macroeconomic policies. 2004.

LANE, P.; MCQUADE, P. Domestic Credit Growth and International Capital Flows. **Scand. J. of Economics** v. 116, n. 1, p. 218-252, 2014.

LUCAS, R. E. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries. **The American Economic Review**, v. 80, n. 2, p. 92-96, 1990.

MCCAULEY, R.; MCGUIRE, P.; SUSHKO, V. Dollar credit to emerging market economies. **BIS Quarterly Review**, December 2015.

MAGUD, N. E.; REINHART, C. M.; VESPERONI, E. R. Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility and Credit Booms. **Review of Development Economics**, v. 18, n. 3, p. 415-430, 2014.

MIRANDA-AGRIPINO S.; REY, H. World asset markets and the global financial cycle. **NBER Working Paper Series**, n. 21722, National Bureau of Economic Research: Cambridge MA, US. 2015.

MORAIS, B.; PEYDRÓ, J.; RUIZ, C. The International Bank Lending Channel of Monetary Policy Rates and Quantitative Easing: Credit Supply, Reach-for-Yield and Real Effects. **WB Policy Research Working Paper** 7216, 2015.

MINSKY, H. **Can "it" happen again? Essays on stability and finance**. New York: M.E. Sharp Inc. 1982.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. **Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth**. Cambridge University Press, Cambridge, UK. 2004.

PRATES, D. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 9, n. 2, p. 263-288. 2005.

REINHART, C. M. and REINHART, V. R. Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present. **NBER International Seminar on Macroeconomics**, v. 5, n. 1, p. 9-62, 2008.

REY, H. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence. **NBER Working Paper**, 21162, 2013.

SCHADLER, S. *et al.* Recent Experiences with Surges in Capital Inflows. **Occasional Paper** n. 108 (IMF), 1993.

SCHNABL, P. International Transmission of Bank Liquidity Shocks: Evidence from an Emerging Market. **Journal of Finance** 67, p. 897-932, 2012.

WORD BANK. Global Development Finance, Washington, DC. 2008.

CAPÍTULO 9

GOVERNOS ESTADUAIS: o retorno à debilidade financeira

Francisco Luiz C. Lopreato¹

1. Introdução

A economia brasileira, depois de um período de crescimento e de entusiasmo com o futuro, passou a enfrentar crise sem precedente, com queda expressiva do PIB e desarranjo das contas públicas. A desaceleração econômica afetou o setor público como um todo. Os governos estaduais, após superar a fase de forte ajuste decorrente do processo de renegociação das dívidas de 1997 e sustentar relativa estabilidade financeira desde o governo Lula, enfrentaram novamente problemas de controle das contas públicas.

A situação financeira dos governos estaduais depende da interação de diferentes fatores. No plano geral, é importante a posição dos estados na estrutura federativa, no que se refere à distribuição da receita disponível e dos encargos e ao acesso a fontes de financiamento, fatores responsáveis por definir o modelo de inserção estadual na federação, bem como o poder das unidades de responderem às situações específicas por meio de aumento de tributos e de novos financiamentos.

O atual arranjo federativo definiu-se com as alterações da Constituição de 1988 e do governo Fernando Henrique Cardoso e permaneceu, fundamentalmente, o mesmo nos anos seguintes (LOPREATO, 2020). Os estados perderam espaços de atuação com a privatização das empresas estatais e dos bancos estaduais e com o novo regime fiscal definido na renegociação da dívida pública (Lei 9496/1997) e na Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF (LC nº 101, 2000). A obrigação de gerar superávits primários e de pagar os encargos da dívida, associada ao condicionamento do acesso ao crédito ao movimento da dívida, atrelou a dinâmica orçamentária ao comportamento da arrecadação do Tesouro (LOPREATO, 2013, cap. 4).

1 Texto concluído em março de 2018 com informações disponíveis do ano de 2016.

A receita corrente líquida estadual (RCL)² passou a balizar o resultado das contas públicas e a servir de referência do volume de gastos. O acesso restrito ao crédito fez com que a atuação estadual ficasse, em grande medida, atrelada às oscilações da arrecadação, que, por sua vez, depende, de um lado, do quadro geral da economia e do valor das transferências constitucionais e, de outro, da situação específica de cada estado, particularmente do ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços), responsável por parcela expressiva da RCL. Ou seja, o comportamento econômico geral tem reflexo na receita própria estadual e no valor das transferências constitucionais, de tal modo que a situação financeira estadual oscila ao sabor da conjuntura. Entretanto, o efeito da conjuntura sobre a receita própria dos estados estadual varia de acordo com a estrutura econômica de cada unidade e com as elasticidades dos tributos, o que explica as diferenças de comportamento existentes.

A hipótese do texto é que os estados, com baixa capacidade de acesso ao crédito, atrelaram a evolução das despesas ao movimento da RCL. Isto é, a RCL, dado os encargos obrigatórios da dívida pública, explica, em grande medida, o volume de gastos correntes e de investimentos. A tentativa de manter o controle das contas públicas, principalmente na vigência de um estrito regime fiscal, levou os estados a vincularem as despesas ao comportamento da RCL.

O movimento, no entanto, nem sempre é simétrico. Nos períodos de alta, a tendência é ampliar gastos e atender as demandas reprimidas. Na fase de baixa, apresentam-se as dificuldades de corte de gastos, tanto em razão da resistência em adotar medidas restritivas como do elevado volume de despesas obrigatórias, como são os casos das vinculações com educação e saúde, além das despesas de pessoal e dos encargos da dívida pública.

O processo não é uniforme e as condições específicas de cada estado provocam situações diferenciadas, já que o ajuste das contas públicas depende de diversos fatores, como: governança, estrutura de gastos e condição econômica local. Além disso, é importante considerar o momento em que ocorre o desequilíbrio fiscal. Em períodos de aceleração econômica, os problemas fiscais, normalmente, restringem-se a unidades isoladas e decorrem de questões próprias, podendo ser sanados mais facilmente, pois contam com um quadro geral favorável. Por outro lado, em momentos de quedas relevantes do PIB nacional a dificuldade é de outra natureza, porque as unidades tendem a

2 A receita corrente líquida (RCL) logicamente é composta por receitas correntes e compreende somatório das receitas tributárias, de contribuições, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras receitas também correntes. São também computados no cálculo da receita corrente líquida os valores pagos e recebidos em decorrência da Lei Kandir (Lei Complementar nº 87/1996) e do Fundo de Manutenção e Desenvolvimento da Educação Básica e de Valorização dos Profissionais da Educação (FUNDEB).

ser atingidas pela crise, já que, isoladamente, dificilmente conseguem evitar os efeitos do debacle econômico. Assim, as unidades, mesmo contando com boa gestão financeira, estão sujeitas a enfrentar problemas, uma vez que a velocidade de queda da receita e o alto nível de despesas obrigatórias limitam os procedimentos de ajuste e arrastam o conjunto das unidades à crise, em escalas e tempos diferentes.

A dimensão da crise econômica recente, com quedas superiores a 3,5% do PIB em 2015 e 2016, depois de dois anos de baixo crescimento, certamente, daria poucas chances de os estados evitarem a deterioração fiscal, sobretudo, depois de um período de expansão das despesas acompanhando o bom comportamento da economia.

A tese proposta no artigo é que, apesar das diferenças entre as unidades, a profundidade da queda da arrecadação provocou o processo generalizado de deterioração fiscal e sinais evidentes de perda de capacidade de gestão da crise. Os estados, circunscritos aos limites do arranjo federativo e do regime fiscal, além de obrigados a cumprirem o compromisso de pagar os encargos da dívida pública, tornaram-se dependentes do suporte federal, situação que parecia superada com a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). A queda da RCL e a dificuldade de honrar a dívida pública desnudaram um cenário semelhante àquele que resultou na renegociação das dívidas estaduais nos anos 90.

A crise envolveu o conjunto dos governos estaduais. A queda da arrecadação e a estrutura das despesas obrigatórias limitaram o processo de ajuste e tornaram comum a realização de cortes e busca de fontes alternativas de receitas. A crise, apesar de geral, repercutiu de modo diferenciado entre as várias unidades. Com o objetivo de perscrutar essas especificidades, optou-se por investigar oito dos principais estados brasileiros (PA, BA, PE, GO, MG, RJ, SP e RS), representantes de todas as regiões do País, visando olhar de perto essas unidades. O foco nas contas públicas de cada um desses estados visa destacar as características próprias, levando em conta os determinantes gerais da crise.

O texto relembra, inicialmente, as restrições impostas pelo processo de renegociação das dívidas no período FHC e a melhor situação financeira estadual no momento em que a retomada do crescimento no governo Lula elevou a arrecadação e favoreceu a expansão dos gastos públicos. O passo seguinte foi discutir as causas da crise estadual pós 2014 e os seus desdobramentos. A crise impôs limites aos estados em lidar com a deterioração das contas públicas e levou a outro processo de renegociação da dívida com a União, com reflexos na autonomia e na participação estadual na federação brasileira. Finalmente, as considerações finais tratam de recuperar os delineamentos gerais do texto e sublinhar as dificuldades das unidades em sustentar o espaço que ocupam no cenário nacional.

2. A política fiscal e o papel dos governos estaduais

2.1 O ajuste forçado no governo FHC

A crise da dívida externa do início dos anos 80 provocou a crise fiscal de todo o setor público brasileiro e o colapso do padrão de intervenção estatal criado com as reformas do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) (LOPREATO, 2002, 2013).

O setor público, como proprietário de quase toda a dívida externa, não gerou os recursos em moeda nacional necessários ao pagamento dos juros da dívida externa. As crescentes restrições de financiamento levaram o governo central a valer-se da colocação da dívida pública e da expansão monetária como meios de sustentar as obrigações financeiras e o manejo das contas públicas (BATISTA, 1991). A fragilidade fiscal revelou-se na dependência do financiamento estatal em relação à moeda indexada até o controle da inflação no Plano Real (MENDONÇA DE BARROS, 1983). O giro integral da dívida pública no *overnight* evitou a desestruturação das condições econômicas, mas, ao mesmo tempo, deixou marcas profundas na interação da política fiscal com a gestão monetária (LOPREATO, 2018).

A renegociação da dívida externa abriu caminho à estabilização e permitiu rever a atuação do setor público e promover o ajuste fiscal. O Plano Real, seguindo a visão de Bacha (1993), definiu o déficit potencial como causa determinante da inflação e defendeu a adoção de amplo conjunto de reformas, capaz de caracterizar uma mudança do regime fiscal, como requisito à estabilização e à sustentação das variáveis juros e câmbio (LOPREATO, 2013, cap. 4).

O diagnóstico, com base na proposta teórica de sustentabilidade da dívida, defendida por figuras ligadas ao que veio a ser conhecida como a nova síntese neoclássica³, sustentou a tese de que era preciso tornar largamente aceito o comprometimento perene de obter superávits primários e déficits nominais restritos o suficiente para alcançar credibilidade e passar a influenciar as expectativas dos agentes privados.

O novo regime fiscal adotou como um dos pilares a privatização das empresas estatais buscando rever o padrão característico de intervenção do Estado do período nacional desenvolvimentista. O fim dos sistemas nacionais (Telebrás, Eletrobras e outros) alterou as formas de articulação da União com as esferas subnacionais até então usadas na costura do pacto de poder. Além disso, a execução orçamentária passou a ter como norma a definição, a priori, do superávit primário e a adaptação do montante de gastos à evolução da

3 () Cf. Woodford (2009) essa visão teórica, resultado da integração das propostas dos novo-clássicos e dos novos keynesianos, constituiu-se nos anos 90 e passou a ser o *mainstream* dominante.

receita. A cada período a avaliação do resultado fiscal indica a necessidade ou não de realizar o contingenciamento de gastos para se alcançar o superávit primário desejado.

A renegociação das dívidas (Lei n. 9.496 de 1997) tornou-se, por sua vez, instrumento de intervenção nas relações no interior dos estados e de controle do endividamento. As privatizações de empresas e bancos estaduais alteraram o modelo de gestão das contas públicas estaduais, até então baseado nas articulações entre o Tesouro, Empresas e Bancos Estaduais, e concentraram o *locus* da fiscalidade no Tesouro, submetido às regras fiscais definidas no processo.

A gestão das finanças estaduais, condicionada pelos parâmetros fiscais da Lei n. 9.496/97, reafirmados na LRF, viu-se forçada a gerar os superávits primários necessários ao pagamento dos juros e de parte do principal da dívida com a União, até o endividamento atingir o montante acordado, caso contrário, os repasses do FPE (Fundo de Participação dos Estados) e recursos do ICMS poderiam ser bloqueados (MORA, 2002).

O baixo crescimento das receitas próprias e a virtual ausência de acesso ao crédito transformaram os estados em prisioneiros da lógica do ajuste fiscal, caminho praticamente único capaz de assegurar o cumprimento das exigências das regras fiscais. Isto é, as novas regras de execução orçamentária deixaram as unidades com pouca margem de manobra para escaparem da política de corte de gastos, sem comprometerem as exigências de gerar superávit primário e pagar o serviço da dívida negociada com a União.

Os estados tiveram de se adaptar aos tempos e perseguiram as metas propostas, com ganhos nos indicadores de despesas de pessoal e de endividamento, reduzindo o desequilíbrio fiscal gerado pela perda dos mecanismos de ajuste das contas públicas devido à queda da inflação no imediato pós Plano Real (Almeida, 1997). A melhoria dos indicadores fiscais, no entanto, pouco se refletiu no poder de atuação dos governos estaduais. O baixo desempenho do PIB depois da crise da Ásia (1997) e o peso dos encargos financeiros, atrelados ao índice de atualização monetária da dívida (IGP-DI), dificultaram a retomada dos investimentos e sacramentaram o lento processo de perda de relevância dos governos estaduais iniciado nos anos 80 e agravado com o processo de renegociação das dívidas (PRADO, 2007; PIANCASTELLI; BOUERI, 2008).

O processo marcou um momento de reconfiguração do federalismo brasileiro. A União, depois de perder arrecadação e manter encargos em decorrência das decisões da Constituição de 1988, buscou rever essa situação, dando início ao movimento de retomada da receita tributária e de centralização do poder, por meio da revisão das normas da descentralização fiscal, da definição de programas de políticas públicas e de repasse de verbas condicionadas, além

do controle da política de renegociação das dívidas dos governos subnacionais (ARRETCHE, 2012; ABRUCIO, 2005; GRIN *et al.* 2017). Enquanto que os estados, privados das empresas e bancos estaduais e submetidos às regras de controle fiscal, perderam capacidade de gastos e espaços na intermediação das relações intergovernamentais, com o crescimento do poder dos municípios e da articulação direta com a esfera federal.

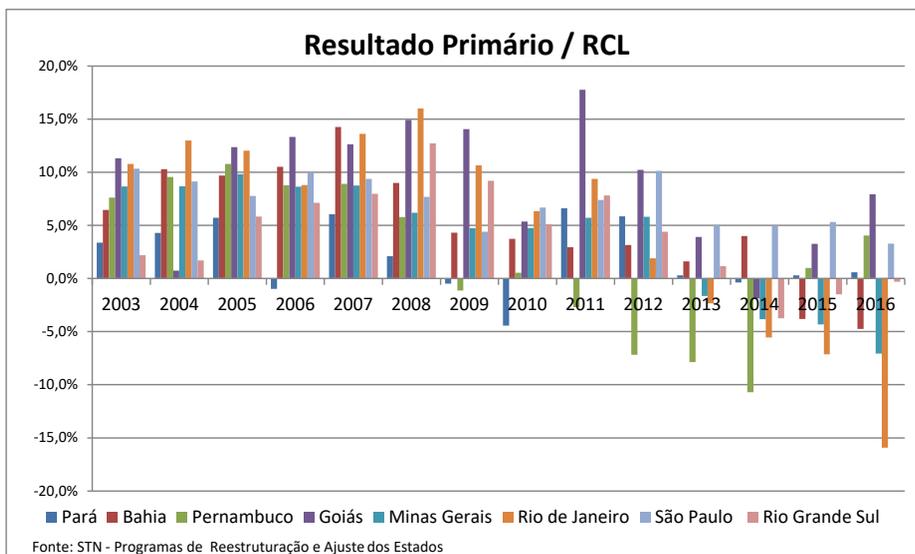
2.2 O desafogo no governo Lula e o retorno à crise financeira

O governo Lula marcou o momento de certo desafogo das finanças estaduais. Por um lado, o período mais duro de ajuste foi superado. Por outro, as condições econômicas ganharam alento, sobretudo a partir de 2006. A expansão do PIB nacional, em decorrência do aumento dos preços das commodities no mercado internacional e das políticas a favor do crescimento, beneficiou o conjunto dos estados com ganhos da RCL, em razão do melhor desempenho das transferências federais e da arrecadação própria estadual, assegurada pelo comportamento do ICMS.

Os estados avançaram o processo de ajuste fiscal, com condições mais favoráveis de superávits primários (Gráfico 1 e Anexo 1) e menor grau de endividamento, graças à retomada do crescimento, uma vez que não se alterou nenhuma das regras institucionais estabelecidas na renegociação das dívidas estaduais e na LRF, bem como não mudou as normas de endividamento definidas nas Resoluções 40 e 41 do Senado Federal. Ou seja, o valor da taxa de juro e o índice de correção da dívida definidos nos contratos, o comprometimento da receita com o pagamento dos encargos e as regras temporárias de ajuste fiscal no caso de desobediência dos tetos de gastos fixados pela LRF, além da obrigação de gerar os superávits primários, continuaram a ditar o comportamento estadual.

O melhor desempenho econômico nacional favoreceu o conjunto das unidades, embora de forma diferenciada, no período de 2003 a 2012. As regras de gestão fiscal, seguidas desde a renegociação das dívidas, foram quase sempre observadas, exceto, em alguns momentos, por PA (déficits primários em 2006, 2009 e 2010) e PE (déficits em 2009, 2011 e 2012). O comportamento da economia nacional, diante da crise mundial, explica, em parte, a redução generalizada dos superávits primários em 2009 e a volta da trajetória de expansão até 2012 com a retomada da atividade econômica. Por outro lado, as situações do PA e de PE não seguem a tendência geral, com déficits em diferentes anos, atrelados às especificidades da atividade econômica local ou aos problemas de gestão fiscal, que exigiriam investigação além do escopo do trabalho.

Gráfico 1



O ano de 2013 é um marco do processo de deterioração das finanças estaduais. O movimento, como sempre ocorre, não é totalmente sincronizado, mas há nítida tendência de queda generalizada dos superávits primários e valores negativos em número significativo de unidades. O movimento, por ser geral, não pode ser explicado simplesmente por questões de má conduta fiscal, embora problemas de diferentes ordens possam estar presentes. São Paulo foi o único estado com números positivos, apesar de menores, em todos os anos até 2016, enquanto que o Rio de Janeiro experimenta ritmo acelerado de piora da situação financeira do Rio de Janeiro, depois de ter sustentado valores significativos de superávits primários até 2011.

O exame da necessidade de financiamento líquida (NFL) e bruta (NFB) e a ocorrência ou não de deficiência financeira agrega outros elementos à análise da deterioração financeira estadual (Gráfico 2 e Anexo 2)⁴. É interessante notar que o movimento das finanças estaduais seguiu de perto a tendência da economia nacional. O aprofundamento da crise econômica atingiu a todos, independentemente das especificidades locais. Ou seja, o efeito do PIB nacional é central para se entender a situação das finanças estaduais e não se pode atribuir a debacle simplesmente a um processo generalizado de má gestão. Não obstante, a análise das contas individuais indica a existência

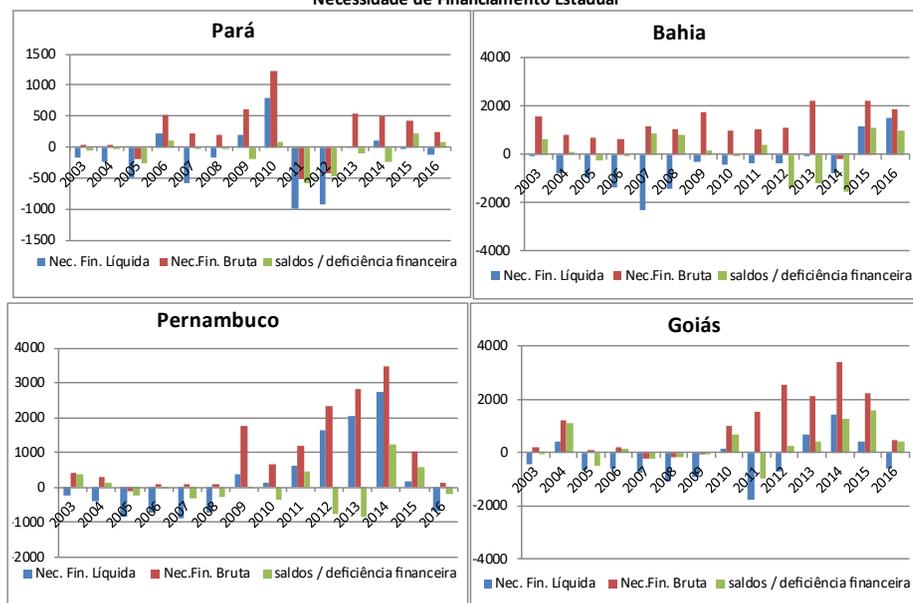
4 () Considera-se Necessidade de Financiamento Líquida (NFL) como sendo o valor do resultado primário menos o pagamento de juros e a Necessidade de Financiamento Bruta (NFB) como NFL menos o pagamento das amortizações. O valor do saldo ou deficiência financeira refere-se ao fato de o estado ter obtido ou não o montante necessário para cobrir a NFB.

de especificidades, com os estados sendo afetados e dando respostas distintas diante da crise, o que exigiria melhor investigação das causas que levaram àquela situação.

Pode-se dividir o período, em uma primeira aproximação, em três fases distintas, que, como já se afirmou, tenderam a acompanhar o movimento geral da economia, embora as condições específicas também estejam presentes, diferenciando o movimento das unidades. A primeira fase estendeu-se até 2006. O baixo ritmo de expansão da economia e o comprometimento com o serviço da dívida levaram os estados a seguir trajetória restritiva, em busca de manter os superávits primários e fazer frente aos gastos. A maior parte das unidades (BA, PE, MG e SP) cobriu as despesas com juros e não apresentou NFL durante o período, enquanto outros três estados (PA, GO e RJ) incorreram em NFL em apenas um dos anos até 2006. O RS foi a exceção. O estado, limitado por condições particulares, embora tenha alcançado superávits primários, não cobriu os gastos com juros em nenhum dos anos e conviveu com a obrigação de obter formas alternativas de financiamento.

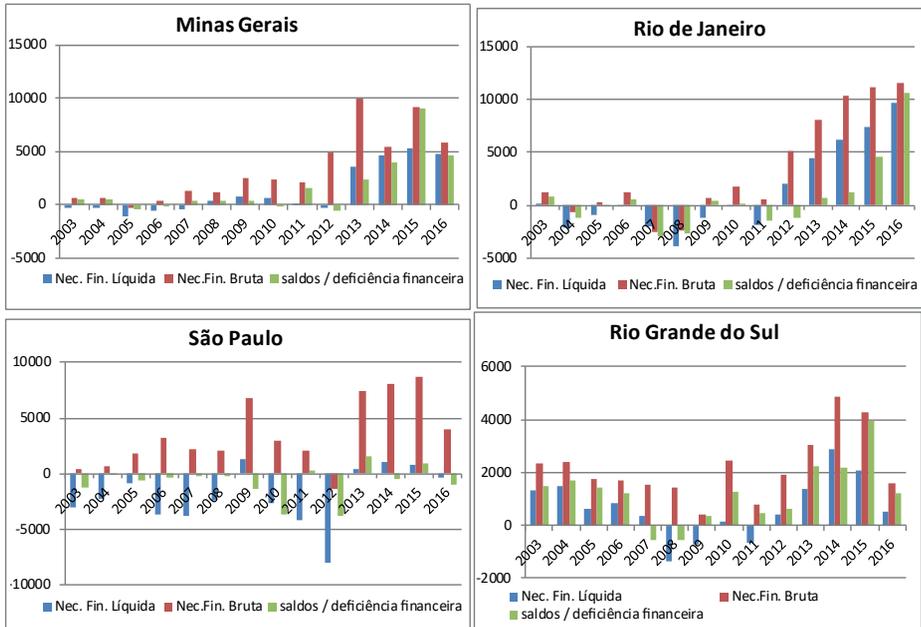
Gráfico 2

Necessidade de Financiamento Estadual



continua...

continuação



Fonte: Anexo 1 - valores a preços de dezembro 2016 IPCA

O exame dos gastos com as amortizações dá outra configuração a esse quadro. O limite de 13% de comprometimento da RCL com o serviço da dívida não impediu que os estados da BA, GO, SP e RS, depois de pagar as amortizações, tivessem NFB em todos os anos do período e os demais (PA, PE, MG e RJ) a evitassem em apenas um dos anos. Ou seja, as unidades, apesar das diferentes condições próprias, em um quadro de baixo crescimento, continuam a depender de fontes alternativas de financiamento para cobrirem os gastos e não incorrerem em deficiência financeira.

A obediência estrita às regras de endividamento, definidas nos acordos de renegociação de 1997 e nas resoluções do Senado n. 41 e 42, limitou o acesso ao crédito e levou as unidades a dependerem de medidas *ad hoc*, como o uso de precatórios, o cancelamento de restos a pagar e a venda de ativos, como meio de cobrirem a ausência de empréstimos. Isto é, a obrigação de pagar o montante de juros e amortizações, aliada à restrição de acesso ao crédito, impuseram aos gestores estaduais a exigência de alcançarem superávit primário, mas, embora bem-sucedidos nesta tarefa, os estados não lograram cobrir o total dos gastos com a dívida (juros + amortização), se restringiram a reduzir o valor da NFB e a conter a deficiência financeira.

A retomada do crescimento e a maior liberdade de acesso ao crédito, sobretudo no governo Dilma, levaram os estados a ter condições fiscais mais favoráveis de 2006 a 2012. As restrições fiscais e o escrutínio da Secretaria do

Tesouro Nacional não foram abolidos, mas a melhoria do quadro macroeconômico, acompanhado pelo desempenho local, elevou a arrecadação e trouxe a expansão dos gastos, com a ampliação do espaço de atuação estadual. Este movimento, no entanto, colocou-se de modo diferenciado, a depender da situação da unidade. Na maior parte delas, a retomada dos gastos não trouxe sinais de deterioração financeira (BA e SP) ou piora do quadro, como nos casos de PA, GO, RJ e RS, com superávits suficientes para pagar, em 2008, 2009 e 2011, o total dos juros e reduzir o montante da NFB no período. Outras unidades, como MG e PE, depois de terem superávits primários suficientes para cobrir pelo menos os juros na fase anterior, viram a situação financeira deteriorar-se a partir de 2008 (MG) ou 2009 (PE) e a NFL e a NFL crescerem, sendo financiadas com a ampliação das operações de crédito.

A terceira etapa delineou-se com o cenário de reversão econômica em 2014 e a forte crise dos anos seguintes, com impacto direto na situação interna do conjunto de estados. A queda dos superávits primários e a obrigação de pagar o serviço da dívida explicitaram o quadro de deterioração das finanças estaduais. O montante de NFL e de NFB ampliou-se em todos os estados analisados, mesmo aqueles com melhores condições fiscais na fase anterior. As unidades, pressionadas pelo aumento das necessidades de financiamento, usaram o espaço disponível de acessar crédito, criado com a queda da relação dívida / RCL, para elevar a contratação de empréstimos. O uso do crédito como fonte de financiamento permitiu a parte dos estados alcançarem saldos financeiros em anos do período 2012 a 2015, enquanto que a falta de melhores condições de outros (PA, BA e PE) levou ao quadro de deficiência financeira.

O movimento geral da economia inibiu a capacidade de os estados reverterem a crise. A melhora parcial da situação financeira de 2016 ocorreu graças ao acordo de troca do indexador das dívidas estaduais negociado com a União, responsável por reduzir o gasto com o serviço da dívida, mas contou também com cortes expressivos de despesas, sobretudo de investimentos. A queda do conjunto das despesas gerou menor necessidade de financiamento em todos os estados, com a exceção do Rio de Janeiro. O estado, preso às condições próprias, decorrentes dos efeitos dos eventos esportivos, da queda do preço do petróleo e da crise provocada pela Lava Jato das empresas estatais ali sediadas, associado aos problemas de gestão pública, viu a situação financeira agravar-se.

O corte de despesas e do pagamento do serviço da dívida estancou o aprofundamento da deterioração financeira, menos no Rio de Janeiro, mas, dado o quadro macroeconômico, não se vislumbrou algum alento às finanças estaduais. A resposta oficial, corroborada por analistas convencionais⁵, foi,

5 Ver Almeida (2016); Lisboa e Vescovi (2016).

como se verá a frente, a de ampliar o horizonte das restrições fiscais impostas aos estados, como se toda a questão se resumisse aos problemas de má gestão.

3. Os elementos que levaram à deterioração financeira estadual

O exame da situação financeira estadual no item acima requer detalhar as causas do processo de deterioração. A derrocada da situação econômica, certamente, constituiu-se em fator determinante e envolveu o conjunto dos entes federativos na crise. Porém, é preciso avaliar as especificidades de cada unidade a fim de entender melhor a dimensão dos problemas. Procura-se, a seguir, avaliar a trajetória da receita e dos principais itens das despesas, em busca de elementos específicos que ajudem a entender o desdobramento da crise.

3.1 Evolução das receitas estaduais

A ideia neste tópico é investigar o comportamento das receitas, visto como o elemento central a partir do qual repousa a expansão dos gastos, principalmente em condições em que há restrição de acesso a crédito. Em um país com significativas carências sociais e necessidade imperiosa de atender as demandas dos cidadãos não é trivial adotar políticas anticíclicas, o que exigiria aumentar a poupança corrente nas fases de expansão econômica a fim de sustentar gastos nos momentos de baixo crescimento. O que ocorre, geralmente, é a maior arrecadação desencadear a expansão dos gastos, muitos dos quais de caráter permanente. Como o conjunto das despesas, com a principal exceção dos investimentos, é resistente à baixa ou embutem taxas vegetativas de crescimento, como as despesas de pessoal, a queda abrupta das receitas invariavelmente provoca crises ou fortes restrições de ordem fiscal, independente de existir ou não má gestão no controle dos gastos.

As despesas, antes sustentáveis, passam a ter peso excessivo e geram desequilíbrios financeiros que, na ausência de fontes alternativas de financiamento, descortinam a precariedade das contas públicas, provocam cortes generalizados de gastos e aprofundam a crise. A situação torna nebuloso diferenciar os efeitos do ciclo econômico do resultado de possível má gestão fiscal. O atual arranjo do federalismo brasileiro não dá aos estados, diferente do que ocorre na esfera federal, a possibilidade de colocação de títulos de dívida pública em mercado. Além disso, o acesso ao crédito depende da existência ou não de margem de endividamento controlada pela STN. Assim, o raio de manobra no enfrentamento do desequilíbrio fiscal é pequeno em situação de crise, resta apelar ao corte de gastos e ao socorro federal, escancarando o quadro de crise.

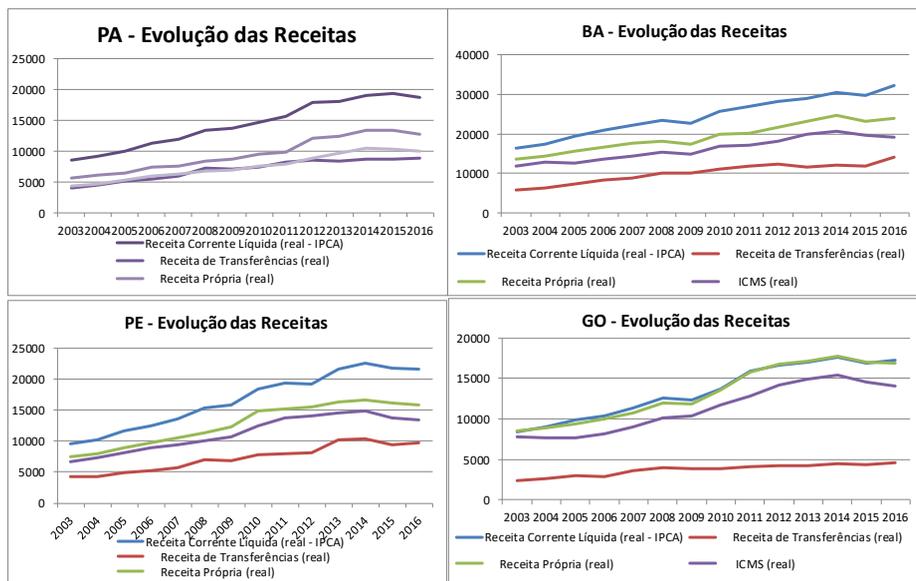
A crise recente dos governos estaduais, observada de um plano mais geral, tem como determinante principal o movimento cíclico da economia.

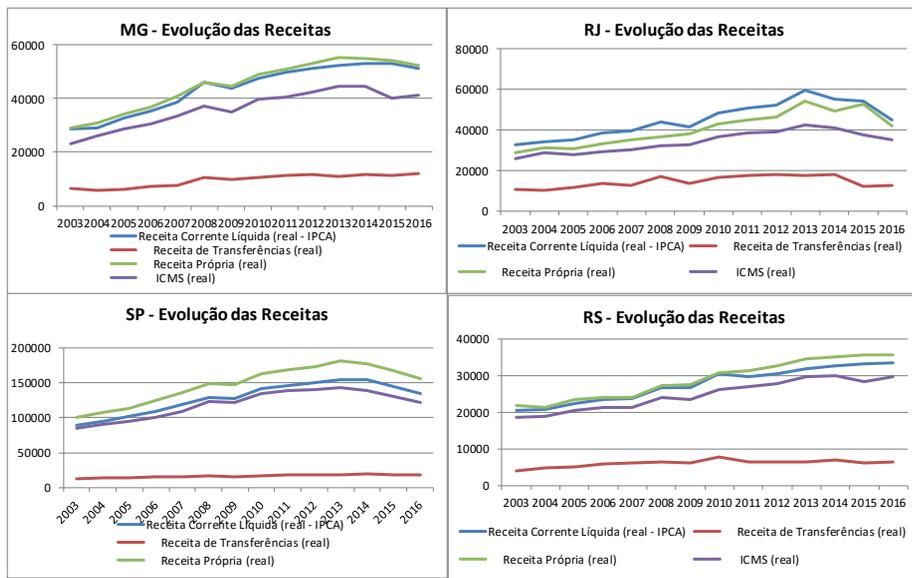
O fato de envolver a todas as unidades indica não se tratar de simples casos de má gestão fiscal, embora não se descarte, a priori, a sua contribuição para o entendimento do quadro atual. A crise ocorreu após período contínuo de expansão das receitas estaduais, com breve inflexão em 2009, suficientemente expressivo para sustentar o aumento dos gastos de programas econômicos e sociais e encobrir eventuais desvios de condução da política fiscal. Enquanto durou o crescimento da receita, foi viável conciliar diferentes interesses e atender a gama variada de demandas sem comprometer as finanças públicas.

A grave crise econômica alterou a tendência anterior e provocou a queda do PIB em todas as regiões do País, com perda da receita tributária própria em MG, RJ e SP em 2014 e nos demais estados no ano seguinte (ver Gráfico 3). A perda de receita tributária passou então a ditar a dinâmica das finanças estaduais. O ritmo anterior de expansão acelerada da receita deu lugar ao movimento de queda contínua da receita estadual desde 2014 ou, no caso de algumas unidades (BA, GO e RS), observa-se ligeira retomada em 2016, graças ao aumento de impostos, sem, no entanto, retomar o patamar de 2013.

A mudança de trajetória da receita tributária escancarou a dificuldade de as unidades cobrirem as despesas e o resultado, como visto acima, foi o aumento das necessidades de financiamento e o surgimento de problemas fiscais de diferentes ordens. As questões relacionadas a fluxos (a diferença de ritmo de crescimento entre as receitas e despesas) e a estoques (o montante da dívida pública e o peso dos aposentados) ganharam dimensão não existente na situação anterior.

Gráfico 3





Fonte: STN - Programa de ajuste fiscal. IPCA - base dez 2016.

A evolução do ICMS, principal imposto estadual, definiu o comportamento das receitas estaduais. O movimento de queda de arrecadação envolveu a todos, independentemente das condições particulares. Em SP, RJ e MG o período de expansão da receita sustentou-se até 2013, com queda acentuada a seguir. A queda da produção industrial é o fator responsável pela perda da arrecadação em SP e o RJ é particularmente afetado pela crise da Petrobras e o fim dos grandes eventos esportivos. MG, por sua vez, teve perdas menores em razão de ter elevado as alíquotas do tributo. Nos demais estados da amostra (PA, BA, GO e RS), o crescimento do ICMS sustentou-se, embora em ritmo menor, até 2014, mas, dois anos seguintes, essas unidades seguiram a tendência geral de queda da receita, com exceção do RS, que sofreu perdas só em 2015 por ter adotado política semelhante à de MG e elevado a alíquota do imposto⁶.

O ICMS é o responsável principal por definir o comportamento da RCL. Porém, é preciso levar em conta o peso das transferências, exceto em SP e RS, onde o seu impacto é reduzido e pouco influi na dinâmica da arrecadação. Na

6 () No caso do RS, a partir de 1º de janeiro de 2016 passaram a vigorar novas alíquotas de ICMS: elevação do imposto de 17% para 18% na categoria geral e de 25% para 30% sobre os chamados produtos e serviços seletivos. No caso de MG, há aumento generalizado das alíquotas, com diferenciações. Entre outras medidas, houve aumento da carga tributária sobre produtos considerados supérfluos; o valor das alíquotas dos serviços de comunicação subiu de 25% para 27%; a redução de alíquota de ICMS de diversos produtos, antes tributados com alíquota de 12%, elevadas para 18%, bem como foram majoradas as alíquotas sobre energia elétrica, gasolina (de 29% para 31%) e álcool (de 14% para 16%).

BA, GO e MG, esses recursos ajudaram a recuperar a RCL em 2016 e no PA contribuíram para evitar queda maior de receita. No caso do RJ a situação é mais complexa porque as fortes perdas da receita estadual no último triênio resultaram da desaceleração da atividade interna, comprometida com o fim dos jogos e o comportamento das estatais sediadas no estado, associadas à queda das transferências dos royalties do petróleo ocorridas em 2015 e 2016, configurando um quadro que vai além dos problemas de má gestão descobertos no período.

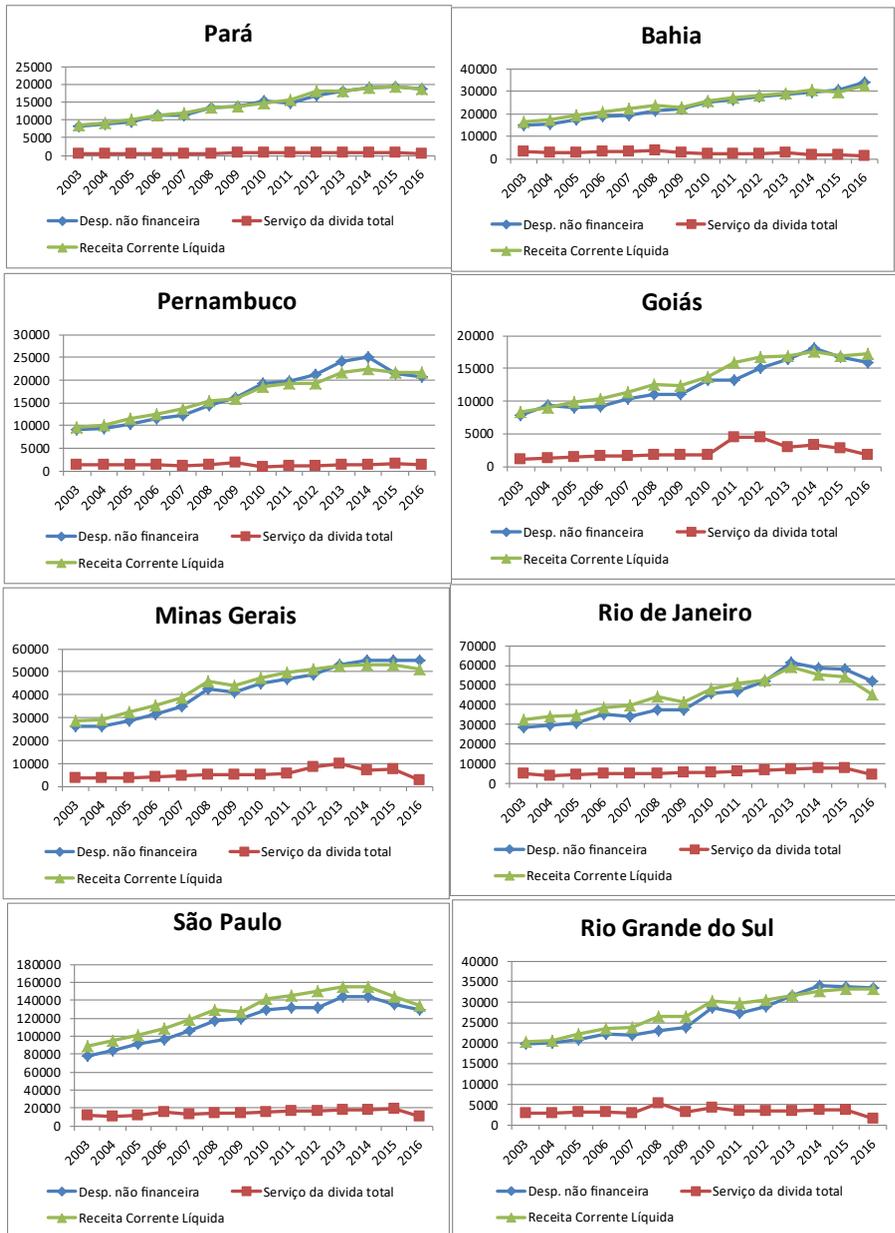
A dinâmica da receita estadual não explica toda a dimensão da crise. Não obstante, é certo que a inflexão ocorrida em 2013 provocou a deterioração das finanças estaduais e definiu a situação fiscal desde então. A queda de arrecadação em todas as unidades, em pelo menos um dos anos do último triênio, colocou-se como o fator responsável por aflorar os problemas de ordem fiscal, a ponto de inviabilizar, em alguns estados, os pagamentos de gastos básicos, como há muito não se via.

3.2 Evolução das despesas estaduais

A análise anterior indicou que a expansão da receita tributária tende a levar junto o crescimento das despesas públicas, a fim de responder às demandas de gastos, sobretudo, depois de anos de represamento de gastos em razão da obrigatoriedade de gerar superávits primários e de reduzir o peso da dívida pública. Esta tendência, comum nos entes públicos, ganhou novos ingredientes com a descentralização das políticas públicas presente na evolução recente do federalismo brasileiro. O atendimento dos diferentes programas sociais e o aumento dos gastos vinculados à segurança pública, simultaneamente ao pagamento do serviço da dívida pública, não podem ser desconsiderados quando se analisa a tendência de crescimento das despesas estaduais, nem tampouco o fato de que essa pressão ocorre no momento em que se assiste à deterioração do potencial de arrecadação do ICMS, maior responsável pela queda da participação dos estados na distribuição da receita tributária disponível (AFONSO *et al.*, 2019).

A crise econômica, ao provocar a inflexão do crescimento da RCL, constituiu-se no elemento detonador do processo de deterioração financeira do triênio 2014/2016 presente em todas as unidades. O exame dos dados de evolução da RCL, comparados aos das despesas não financeiras (DnFs) e do serviço da dívida, ajuda a entender a situação das finanças estaduais no momento de reversão do ciclo econômico (Gráfico 4).

Gráfico 4



Fonte: STN - Programa de Ajuste Fiscal (valores reais - IPCA base dezembro 2016).

O problema atual das finanças estaduais, diferentemente do que ocorreu nos anos 90, não pode ser atribuído à incorporação explosiva dos juros. O serviço da dívida manteve certa estabilidade. Chegou a cair na maioria dos

estados (PA, BA, PE, SP e RS) e a crescer em outros (GO, MG e RJ) como consequência do maior volume de operações de crédito depois de 2011, sem atingir a dimensão anterior. Mesmo assim, a questão voltou a ganhar destaque e a se colocar como entrave no ajuste fiscal, levando os estados, como se discute à frente, a negociar a redução dos encargos dos acordos de 1997 em busca de algum alívio financeiro, uma vez que a queda da arrecadação comprometeu a capacidade estadual de pagar o serviço da dívida e elevou a NFB.

A análise centra-se na comparação das evoluções da RCL e das DnFs. O comportamento padrão, em todas as unidades, foi usar o aumento da arrecadação no atendimento do conjunto de demandas, em parte com gastos discricionários, possíveis de serem revertidos, e a outra parte com despesas permanentes de difícil compressão na fase de reversão cíclica.

O modelo de comportamento esperado é a DnF seguir de perto a expansão da RCL, com ajustes pontuais nos momentos em que os gastos superam as receitas, de modo a retornar à situação anterior. Nas variações de arrecadação dentro de padrões normais, o controle pontual dos gastos tende a atender a necessidade de garantir a estabilidade fiscal. Entretanto, em tempos de crise econômica, a situação, em geral, escapa do controle em caso de perda aguda e persistente do dinamismo da receita. Assim, o peso de despesas não financeiras de difícil contração coloca-se como entrave e deixam os estados sujeitos à deterioração fiscal, diante da dificuldade de acesso ao crédito, do tempo de reação longo da queda das despesas ou da reconhecida resistência em cortar gastos, seja por motivo institucional seja por pressão de interesses particulares.

O debacle econômico recente colocou-se entre aqueles em que o processo de ajuste tradicional dificilmente é capaz de responder a tempo e evitar a crise, principalmente nas condições atuais em que os estados perderam participação na distribuição institucional de renda e os gastos obrigatórios são elevados. A crise explicitou-se em todas as unidades, embora tenham ocorrido variações ao sabor da estória fiscal de cada uma. A falta de alternativas levou a cortes generalizados de gastos que, frente à profundidade da crise, não necessariamente garantiram o sucesso do ajuste, pois as ações tinham como limite o desempenho da RCL e as restrições de acesso a outras fontes de financiamento.

O estado de São Paulo viveu situação ímpar entre os pares. Embora tenha seguido a regra comum de elevar as DnFs de acordo com a alta da RCL, foi o único a manter o valor da RCL acima dos gastos não financeiros em todos os anos. Porém, não passou incólume: a diferença entre DnF e RCL caiu paulatinamente desde 2013 e quase desapareceu em 2016, a ponto de comprometer o pagamento do serviço da dívida, fator responsável por elevar o montante da NFB no último triênio.

A situação dos outros estados de maior nível econômico revelou-se pior, os dados indicaram sinais evidentes de deterioração fiscal antes de a crise

ganhar vulto. No RJ, os gastos não financeiros tornaram-se maiores do que a RCL a partir de 2011 e em MG e RS em 2013. Com a economia em deterioração, a crise atingiu de modo particular essas unidades no último triênio e forçou a política de corte de gastos – adotada em tempos distintos: RJ adere aos cortes desde 2014; o RS o faz a partir de 2015 e MG é o último a seguir o mesmo procedimento – que acabou por se mostrar incapaz de reverter o quadro fiscal, uma vez que o medíocre comportamento da receita restringiu os gastos tradicionais e o pagamento do serviço da dívida, desnudando o momento de desarranjo orçamentário. O estado carioca viveu a situação mais dramática, com o não pagamento dos salários dos servidores públicos e das despesas de serviços básicos, como saúde e educação, enquanto que em MG e no RS a situação chegou próxima, com evidentes dificuldades em sustentar os gastos tradicionais.

A tendência de as DnFs seguirem de perto a RCL verificou-se também nos estados de menor poder econômico (PA, BA, PE e GO). Porém, os comportamentos variaram no tempo, de acordo com as especificidades locais. Até 2008, as semelhanças foram marcantes, com o ciclo econômico favorecendo a todos e a expansão da RCL se mantendo acima dos gastos não financeiros. A partir daí, surgiram as divergências, em razão de os estados responderem de modo diferente à retração de 2009, à queda do crescimento pós 2010 e à maior disponibilidade de crédito.

Na BA, a RCL cresceu, por estreita margem, acima das DnFs no período de 2009 a 2014. A situação mudou quando a crise afetou a receita. O menor dinamismo da arrecadação, associado à decisão do governo de não realizar uma política rigorosa de cortes, provocou a deterioração da situação fiscal no último biênio e o aumento das NFL e NFB. GO adotou outra lógica. A queda do ritmo de expansão da receita em 2014 levou o estado a deixar de cobrir os gastos não financeiros. A opção foi adotar rígida política de corte de gastos no biênio seguinte, o que permitiu o retorno à condição de RCL maior do que as DNFs e a contenção do avanço da necessidade de financiamento.

Os outros dois estados (PA e PE) diferenciavam-se pelo fato de viverem períodos de dificuldade fiscal antes da crise, com as DNFs superiores ao montante da RCL, e de estarem pressionados pela Secretaria do Tesouro Nacional para cortarem gastos e observarem as metas fiscais. No PA, as DnFs superaram a RCL no biênio 2009/2010 e medidas de ajuste conseguiram recuperar os superávits primários a ponto de pagar o total do serviço da dívida no biênio 2011 e 2012. Porém, o esforço fiscal realizado não foi suficiente para evitar a crise quando ocorreu a deterioração do ambiente macroeconômico. A redução do superávit primário, com o déficit de 2014, colocou o estado em condições semelhantes aos outros, com problemas fiscais e aumento da NFL e NFB. Em PE, a estabilidade fiscal prevaleceu até 2008. A situação

deteriorou-se a partir daí, quando a RCL deixou de cobrir os gastos não financeiros e cresceu a necessidade de financiamento de 2009 a 2014. Na fase aguda da crise econômica, a falta de opção diante do quadro provável de caos financeiro levou à adoção de uma política de cortes de gastos, que conseguiu recuperar os superávits primários e manter a RCL acima das DnFs, de modo a reverter a situação do período anterior no biênio 2015 – 2016.

3.3 Os componentes centrais das DnFs e a política de ajuste

O objetivo a seguir é examinar os componentes centrais das DnFs e avaliar qual foi a reação adotada com vista a conter a deterioração fiscal. A opção foi investigar as despesas de pessoal e os investimentos, por serem valores de destaque entre os gastos não financeiros e alvos privilegiados dos programas de ajuste das contas públicas.

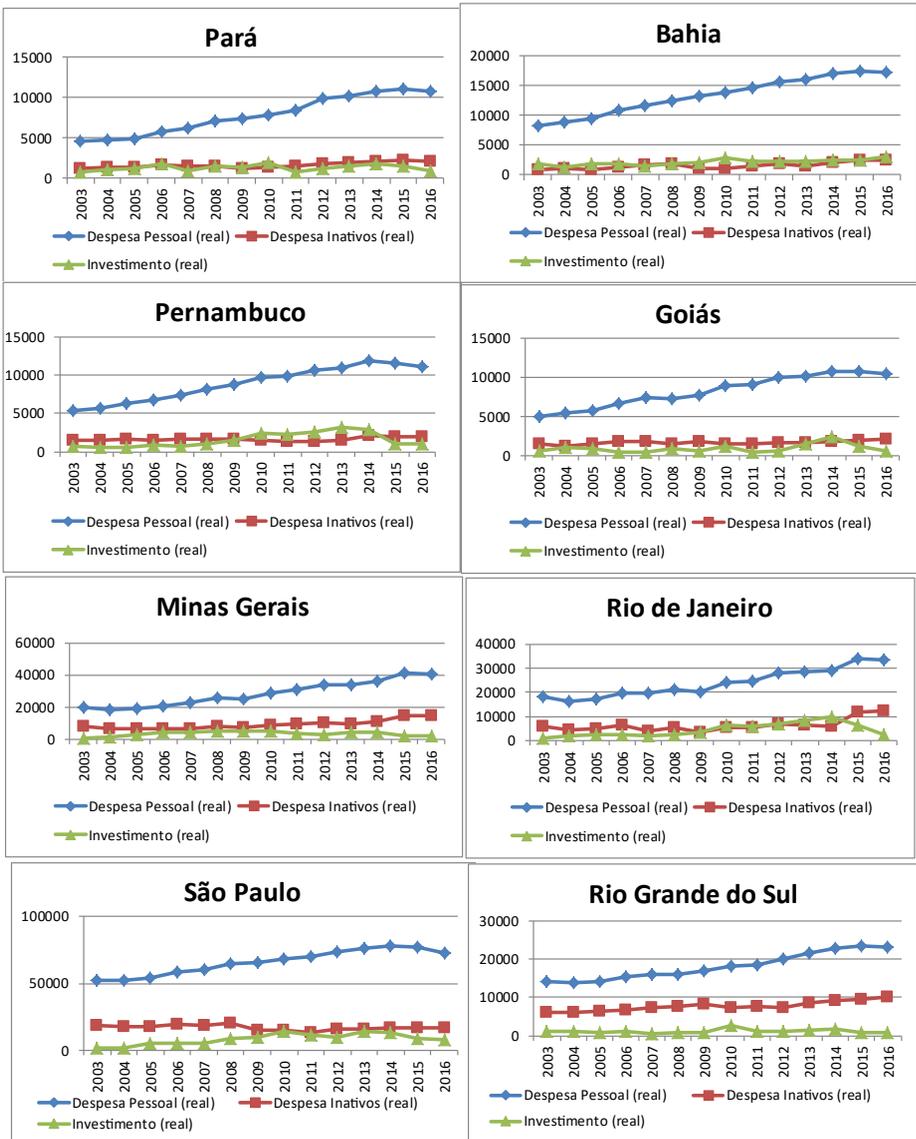
A tentativa de corte das despesas de pessoal é recorrente em anos de austeridade. Porém, a alta sensibilidade política da matéria e as restrições institucionais limitam o alcance das propostas. A contenção dos reajustes salariais, sobretudo em anos de crise aguda, não parece ser suficiente para garantir o arranjo das contas públicas. A queda da arrecadação eleva a participação dos gastos com pessoal no montante da receita pública e reforça o enrijecimento da estrutura de gastos. A questão do peso dos ativos e inativos recoloca-se então com força no debate e cresce o clamor pela realização de cortes. O problema, no entanto, vai além das simples decisões sobre índices de reajustes anuais. A questão dos aposentados depende de arranjos institucionais que garantam o financiamento sustentável dessa conta e a dificuldade em atacar essa matéria limita o raio de manobra do ajuste.

Os investimentos, embora nem sempre ocupem lugar de destaque na composição das despesas, acabam, frequentemente, por serem alvos diletos da política de austeridade por constituírem gastos livres e sujeitos à discricionariedade do gestor público, ao contrário de parcela expressiva dos outros gastos.

3.3.1 Despesas de pessoal e de inativos

A presença de gastos de pessoal elevados e crescentes é característica comum a todos os estados (Gráfico 5). As razões desse crescimento são complexas e o simples olhar sobre os números do gasto de pessoal diz pouco. A resposta fácil e usual é apontar a irresponsabilidade dos dirigentes estaduais. Não se pode, a priori, descartar a hipótese de má gestão, mas, vale lembrar, a questão está presente em todas as unidades e não é razoável pressupor a irresponsabilidade de todos os dirigentes e atribuir o fenômeno à simples malversação de verbas, critério que mais ajuda a esconder do que a clarear os fatos.

Gráfico 5



Fonte: SNT Programa de Reestruturação e Ajuste Fiscal valores de dez 2016 IPCA

O alto gasto de pessoal decorre de diferentes causas. Entre elas, vale destacar o crescimento vegetativo da folha de pagamento e o fato de os tesouros responderem por parcela dos gastos com inativos graças à falta da montagem a tempo de um sistema de previdência pública. Além disso, é preciso considerar a dificuldade de lidar com as pressões dos funcionários públicos, que

demandam ganhos salariais nos momentos de expansão econômica e lutam para evitar perdas nas fases de desaceleração, por serem atores com peso político e condições de defenderem os seus interesses em uma sociedade marcada por privilégios em detrimento de despesas de caráter civilizatório em favor da maioria.

Outra parte da explicação está na dinâmica do arranjo federativo que, ao distribuir as responsabilidades, atribui aos estados e municípios participação relevante em áreas altamente demandantes de pessoal. O processo de descentralização das políticas públicas levou à contratação de novos funcionários à medida que cresceu a prestação de serviços à população em áreas como saúde, educação e assistência social, além de segurança pública, contribuindo para determinar o peso das despesas de pessoal na estrutura de gastos e no total das receitas disponíveis. No plano individual, o movimento depende também de decisões particulares envolvendo modelo de atuação, governança e política de pessoal. Assim, é comum constatar diferenças palpáveis quando se observa a situação das unidades: um grupo (PA, BA, PE, RJ e SP), de diferentes regiões do país, tem gastos com pessoal variando de 50% a 60% das DnFs e da RCL e, outro (GO, MG e RS), de 60% a 70%, chegando a superar esta marca em alguns anos (GO e MG) (Tabela 1).

Tabela 1
Indicadores de Despesa de Pessoal

	2003%	2004%	2005%	2006%	2007%	2008%	2009%
Pará							
Pessoal / Desp. Não Fin.	56,8%	54,5%	51,5%	51,5%	55,8%	52,2%	53,1%
Inativos/Pessoal	28,0%	27,8%	29,8%	29,6%	23,6%	21,0%	17,3%
Pessoal / RCL	54,3%	52,3%	48,2%	51,8%	52,3%	52,2%	53,6%
Inativos / RCL	15,2%	14,6%	14,4%	15,3%	12,3%	10,9%	9,3%
Bahia							
Pessoal / Desp. Não Fin.	54,8%	56,5%	54,9%	57,8%	60,6%	58,3%	60,0%
Inativos/Pessoal	10,8%	11,2%	9,8%	11,8%	14,0%	14,9%	7,2%
Pessoal / RCL	50,7%	50,6%	49,1%	51,4%	52,0%	52,9%	58,6%
Inativos / RCL	5,5%	5,7%	4,8%	6,1%	7,3%	7,9%	4,2%
Pernambuco							
Pessoal / Desp. Não Fin.	60,5%	60,7%	60,6%	59,6%	60,0%	56,3%	54,4%
Inativos/Pessoal	26,7%	27,1%	26,0%	22,2%	23,4%	19,7%	18,6%
Pessoal / RCL	57,1%	57,1%	54,0%	54,2%	54,5%	53,4%	55,6%
Inativos / RCL	15,3%	15,3%	14,0%	12,0%	12,8%	10,5%	10,3%
Goiás							
Pessoal / Desp. Não Fin.	63,7%	59,5%	64,4%	73,0%	72,7%	65,4%	69,9%
Inativos/Pessoal	29,6%	22,2%	27,7%	26,2%	25,4%	21,8%	23,6%
Pessoal / RCL	59,1%	61,1%	58,1%	65,1%	65,6%	57,6%	62,6%
Inativos / RCL	17,5%	13,5%	16,1%	17,1%	16,6%	12,6%	14,8%
Minas Gerais							
Pessoal / Desp. Não Fin.	79,0%	75,1%	70,2%	67,6%	68,7%	64,5%	63,7%
Inativos/Pessoal	41,2%	33,7%	32,0%	30,0%	29,2%	30,5%	27,5%
Pessoal / RCL	70,7%	64,1%	58,8%	58,6%	59,6%	56,5%	58,0%
Inativos / RCL	29,6%	22,9%	19,8%	18,2%	18,0%	18,1%	16,5%
Rio de Janeiro							
Pessoal / Desp. Não Fin.	64,1%	55,6%	56,2%	55,3%	57,9%	57,1%	54,1%
Inativos/Pessoal	32,3%	26,1%	28,1%	32,8%	19,1%	25,0%	17,0%
Pessoal / RCL	56,5%	47,9%	49,4%	50,6%	49,9%	48,5%	49,2%
Inativos / RCL	18,2%	12,5%	13,9%	16,6%	9,5%	12,1%	8,4%
São Paulo							
Pessoal / Desp. Não Fin.	67,5%	62,4%	59,2%	60,8%	56,9%	54,8%	54,8%
Inativos/Pessoal	34,7%	34,3%	33,3%	32,9%	31,4%	31,9%	22,6%
Pessoal / RCL	59,1%	55,7%	53,2%	53,8%	50,7%	49,9%	51,5%
Inativos / RCL	20,6%	19,1%	17,7%	17,7%	15,9%	15,9%	11,6%
Rio Grande Sul							
Pessoal / Desp. Não Fin.	71,3%	69,2%	68,4%	69,7%	73,7%	70,0%	71,4%
Inativos/Pessoal	43,4%	43,7%	44,2%	44,6%	46,1%	47,4%	48,5%
Pessoal / RCL	69,0%	67,7%	64,0%	65,5%	67,6%	60,4%	64,3%
Inativos / RCL	29,9%	29,6%	28,3%	29,2%	31,2%	28,6%	31,2%

continua...

continuação	2010%	2011%	2012%	2013%	2014%	2015%	2016%
Pará							
Pessoal / Desp. Não Fin.	50,9%	57,4%	58,3%	57,1%	56,1%	57,6%	58,1%
Inativos/Pessoal	17,3%	17,4%	18,0%	19,1%	19,3%	20,2%	19,9%
Pessoal / RCL	53,4%	53,3%	55,0%	56,7%	56,0%	57,0%	57,4%
Inativos / RCL	9,2%	9,3%	9,9%	10,8%	10,8%	11,5%	11,4%
Bahia							
Pessoal / Desp. Não Fin.	54,1%	56,1%	56,1%	56,0%	57,0%	57,0%	50,3%
Inativos/Pessoal	8,2%	11,4%	11,4%	9,3%	11,6%	13,6%	14,3%
Pessoal / RCL	53,2%	55,2%	55,2%	55,2%	55,6%	58,5%	53,3%
Inativos / RCL	4,4%	6,3%	6,3%	5,1%	6,4%	8,0%	7,6%
Pernambuco							
Pessoal / Desp. Não Fin.	50,6%	50,2%	50,2%	45,6%	47,5%	53,6%	53,3%
Inativos/Pessoal	15,7%	13,4%	13,4%	13,7%	17,3%	17,3%	18,1%
Pessoal / RCL	52,7%	55,2%	55,2%	51,0%	53,0%	52,9%	51,0%
Inativos / RCL	8,3%	7,4%	7,4%	7,0%	9,2%	9,2%	9,2%
Goiás							
Pessoal / Desp. Não Fin.	66,9%	66,5%	66,5%	61,8%	59,0%	64,7%	65,9%
Inativos/Pessoal	17,2%	17,5%	17,5%	17,3%	16,6%	19,0%	20,5%
Pessoal / RCL	64,7%	60,0%	60,0%	59,8%	60,6%	63,8%	60,9%
Inativos / RCL	11,1%	10,5%	10,5%	10,3%	10,0%	12,1%	12,5%
6Minas Gerais							
Pessoal / Desp. Não Fin.	66,1%	70,6%	70,6%	65,8%	67,5%	75,2%	73,4%
Inativos/Pessoal	29,8%	30,0%	30,0%	28,3%	30,0%	36,1%	36,8%
Pessoal / RCL	60,3%	65,8%	65,8%	65,1%	68,6%	78,0%	78,8%
Inativos / RCL	18,7%	20,2%	20,2%	18,9%	20,9%	28,2%	29,0%
Rio de Janeiro							
Pessoal / Desp. Não Fin.	52,2%	53,4%	53,4%	46,8%	49,5%	58,8%	64,8%
Inativos/Pessoal	22,7%	25,2%	25,2%	21,7%	20,3%	34,2%	36,8%
Pessoal / RCL	49,6%	53,2%	53,2%	48,3%	52,7%	62,8%	74,7%
Inativos / RCL	11,3%	13,4%	13,4%	10,5%	10,7%	21,5%	27,5%
São Paulo							
Pessoal / Desp. Não Fin.	52,5%	55,4%	55,4%	52,9%	53,9%	56,5%	56,1%
Inativos/Pessoal	21,9%	21,8%	21,8%	21,0%	21,5%	22,3%	23,3%
Pessoal / RCL	48,0%	48,7%	48,7%	49,4%	50,4%	53,3%	54,3%
Inativos / RCL	10,5%	10,6%	10,6%	10,4%	10,8%	11,9%	12,6%
Rio Grande Sul							
Pessoal / Desp. Não Fin.	62,9%	68,7%	68,7%	68,4%	67,4%	69,8%	69,3%
Inativos/Pessoal	41,0%	36,7%	36,7%	39,8%	39,5%	41,1%	43,9%
Pessoal / RCL	59,6%	65,4%	65,4%	67,9%	70,3%	70,6%	69,4%
Inativos / RCL	24,4%	24,0%	24,0%	27,0%	27,8%	29,0%	30,5%

Fonte: STN -Programa de Ajuste Fiscal - elaboração própria

A presença de diferentes padrões de estrutura de gastos de pessoal não parece influenciar diretamente a forma de as unidades tratarem a questão no decorrer do ciclo, apesar de o alto comprometimento com esses gastos gerarem perdas de graus de liberdade no manejo das contas públicas. Em uma primeira fase, até 2006, o menor dinamismo da receita e a geração dos superávits primários levaram à contenção de contratações e de reajustes salariais, prevalecendo a tendência de estabilidade dos gastos em termos reais. No período de 2006 a 2012, o quadro macroeconômico impulsionou a retomada dos gastos e o aumento das contratações. Na reversão do ciclo econômico, os sinais de fragilidade fiscal provocaram reações, em tempos diferentes, em defesa da solvência estadual, com controle da expansão e depois cortes das despesas, contrariando interesses dos servidores.

O corte, como variável de ajuste das contas públicas, tem limites evidentes e não trouxe avanço palpável. Pelo contrário, o baixo dinamismo da receita, aliado ao fato de que a redução de outras áreas foi maior, resultou, em geral, em piora dos indicadores. Nos estados do primeiro grupo, o RJ apresentou a situação mais delicada. A queda da receita agravou o problema a ponto de a regra da LFR ser desrespeitada e gerar a quase paralisia da administração pública, enquanto que no PA, PE e SP o problema foi menos acentuado, mas indicativo da gravidade do momento. A BA, por sua vez, viu o quadro se deteriorar no limiar da crise e conseguiu, no último ano da série, reverter o quadro e apresentar melhores indicadores. Nos estados do segundo grupo, o alto comprometimento das receitas com a despesa de pessoal trouxe complicações adicionais, uma vez que a rigidez desses gastos leva à perda de graus de liberdade, ampliando o alcance da crise. MG e RS são casos típicos: os sinais anteriores de dificuldades agravaram-se e os problemas fiscais comprometeram o espaço de atuação estadual. A opção de GO de realizar cortes mais profundos, associado ao fato de a queda de arrecadação ter sido menor, conteve a deterioração dos indicadores.

A dificuldade de lidar com a despesa de pessoal está, em grande medida, atrelada à condição do trato da conta de inativos e pensionistas. Os inativos, de acordo com a regra geral adotada até a aprovação da reforma da Previdência, definida na Lei Federal n. 9717/1998, permaneciam na folha de pagamento do respectivo órgão estadual. As pensões vinculavam-se a institutos específicos, mantidos por contribuições dos funcionários. A aprovação da lei federal levou os estados, cada um a seu tempo, a criarem instituições com a finalidade de serem os gestores únicos do regime próprio da previdência social estadual (RPPS), financiados com recursos dos servidores e a contrapartida estadual, com alíquotas estabelecidas por legislação estadual, também responsável por definir se o órgão previdenciário incorporaria a todos os servidores – civis, militares e membros dos três poderes – ou apenas parte deles, criando situações diferenciadas entre as unidades.

O novo regime estabeleceu condições distintas entre os servidores do mesmo estado. A adoção de um fundo financeiro, de repartição simples, contemplou aqueles já pertencentes à carreira e um fundo previdenciário, em regime de capitalização, passou a incorporar os funcionários admitidos a partir daquela data. A partir deste momento, a despesa com inativos e pensionistas tornou-se o valor exigido para cobrir a insuficiência financeira do órgão gestor, agregado ao gasto de outros servidores não incorporados ao RPPS.

A década de 2000 trouxe outra mudança institucional: os estados criaram o regime de previdência complementar, fixando o limite máximo de concessão de aposentadoria⁷. Com as novas regras, os inativos e pensionistas passaram a receber tratamento semelhante ao do Regime Geral da Previdência Social (RGPS). A sistemática adotada sinaliza a possibilidade de condições futuras de financiamento mais favoráveis. O problema, no entanto, persiste a depender da governança de cada estado e do estágio em que se encontra a execução da medida em cada estado. Além disso, o estoque de servidores no antigo regime é alto e a transição longa, o que eleva os custos das administrações estaduais.

Os estados mais desenvolvidos (MG, RJ, SP e RS), provavelmente por terem ampliados os serviços mais cedo e pagarem remunerações maiores, apresentam gastos com os inativos e pensionistas mais expressivos do que os demais, sobretudo MG e RS que, como se viu acima, são as unidades onde os pesos dos gastos de pessoal na RCL e nas DnFs são mais elevados.

A situação mais problemática entre as unidades avaliadas é a do estado do sul. A participação dos inativos e pensionistas no gasto de pessoal manteve-se quase sempre acima de 40% e alcançou valores próximos a 50% no triênio 2007/2009, constituindo um entrave ao trato das contas públicas (Tabela 1)⁸. Quando se olha em relação à RCL, os valores oscilaram entre o mínimo de 24% e o máximo de 30%. O fato de os gastos do Poder Legislativo, Judiciário e Ministério Público Estadual não terem sido, no momento inicial da reforma, incorporados ao órgão de gestão previdenciária e continuarem sob a responsabilidade das entidades onde os servidores estavam lotados, ampliou o problema e levou o estado a usar os recursos do fundo de capitalização na cobertura das despesas dos benefícios previdenciários, criando um problema para o futuro.

A condição de MG não é menos desafiadora, embora melhor do que a do RS. O peso dos inativos alcançou 41,2% da despesa de pessoal no início da série, caiu a 27,5% em 2009 com as mudanças institucionais e voltou a subir no biênio final (36,1% e 36,8%) devido à crise. A participação na RCL teve comportamento semelhante. No momento de expansão acelerada da receita,

7 () Os estados de SP, MG, RJ, RS, GO e BA já institucionalizaram as normas da previdência complementar e no PA está em processo.

8 () Os dados da Tabela abrangem o total dos inativos, isto é, inativos e pensionistas.

a relação caiu sistematicamente e chegou a atingir 16,5% em 2009. Porém, o fim do período de maior bonança trouxe crescente comprometimento da receita com inativos e pensionistas, agravado em 2015 (28,2%) e 2016 (29,0%), a indicar problemas de governança na gestão dos inativos.

Os indicadores de SP e RJ, embora melhores do que os de MG e RS, merecem atenção. A reforma trouxe ganhos: os índices tiveram queda até a crise. Os efeitos da reversão afetaram de modo diferenciado as unidades. SP teve piora dos dados, acompanhando o conjunto dos estados, mas dentro do esperado em momentos de contração econômica. O impacto da crise na deterioração das condições de pagamento dos inativos do RJ assumiu características específicas em razão da queda dos royalties do petróleo, usados no financiamento da RioPrevidência, e da necessidade de cobrir gastos das autarquias. Isto elevou o peso dos inativos na despesa de pessoal de pouco mais de 20% no biênio 2010/2011 para 34,2% em 2015 e 36,8% no ano seguinte. Já em relação à RCL, a média que era de 10,8% de 2007 a 2014, alcançou 21,5% em 2015 e 27,5% em 2016, refletindo, em grande medida, as circunstâncias específicas da crise carioca, induzidas pelos efeitos da Lava Jato na deterioração da receita estadual e da queda do preço do petróleo.

As condições dos outros estados são distintas entre si e na comparação com as unidades analisadas acima. Goiás, por ter, como já visto, índices da relação Pessoal/DnFs semelhantes aos de MG e RS, é o que mais se aproxima do que foi observado nos estados de maior poder econômico. A relação inativos/pessoal que foi de 29,6% em 2003, se manteve acima de 22% até 2009. A criação do GoiasPrev, gestora única do RRPS, levou a participação a cair, em média, para 17% no quinquênio seguinte, voltando a subir com a crise (20,5% em 2016). A relação inativos/RCL acompanhou esse movimento: depois de atingir 17,5% em 2003, sustentou a média de 10,3% no período de 2010 a 2014 e cresceu nos dois anos seguintes (12,1% e 12,5%).

O PA, apesar de ter níveis de gastos pessoal nas DnFs menores, apresentou índices de despesas de inativos próximos aos de GO, graças, possivelmente, ao atraso na incorporação do conjunto dos servidores ao Instituto de Gestão de Previdência do Estado do Pará (IGEPREV). Já PE encontra-se em um patamar pouco abaixo: a participação dos inativos na despesa de pessoal foi relativamente alta até 2007 (média de 25,1% no quinquênio 2003/2007), caiu paulatinamente nos anos seguintes (média de 13,6% entre 2011 e 2013) com as reformas e subiu no último triênio com a crise (média de 17,6%), sem, no entanto, retomar o patamar anterior. Em relação ao peso dos inativos na RCL, fica evidente que as oscilações ocorreram em razão do menor dinamismo da arrecadação no período de crise, mas o índice que havia alcançado 15,3% em 2003 permaneceu abaixo de 10% desde 2010.

A situação da BA é a mais confortável. O indicador Inativos/Pessoal, embora com valores oscilantes, alcançaram níveis baixos nos momentos ruins (14,9% em 2008 e 14,3% em 2016) e média bem inferior nos demais anos. A relação dos inativos na RCL, com pico de 8,0% em 2015 e média de 5,8% nos anos anteriores, aponta que a questão não é um entrave à gestão fiscal. Entretanto, esta assertiva pode se revelar não inteiramente verdadeira, uma vez que, desde 2011, o estado optou por alterar dispositivos específicos da conta de capitalização e permitiu a utilização dos recursos para a finalidade exclusiva de pagamento de benefícios previdenciários. Ou seja, os dados recentes podem mascarar maiores dispêndios no futuro.

3.4 Os gastos com investimentos

O comportamento dos investimentos no período do estudo respondeu a duas determinações básicas. Primeiro, o valor aplicado dependeu, fundamentalmente, do volume de recursos disponíveis depois de pagas as despesas obrigatórias e o serviço da dívida, pois o acesso ao crédito esteve limitado, sobretudo até 2006, pelas condições da renegociação das dívidas estaduais e da LRF. Segundo, o fato de os investimentos não terem vinculação obrigatória e dependerem da discricionariedade do gestor, colocam-se, em uma estrutura de gastos rígida, como candidatos imediatos a servirem de variável de ajuste das contas públicas. Quando há queda da arrecadação e necessidade de ajustes, os investimentos são invariavelmente afetados e, a depender da dimensão da crise, sofrem cortes expressivos. Ou seja, os movimentos de expansão e contração seguiram de perto a dinâmica de arrecadação atrelada ao ciclo do produto e às condições específicas do estado.

As unidades, de modo geral, mantiveram a tendência das últimas décadas de realizar poucos investimentos, com o patamar mantendo-se baixo na maior parte do tempo, e, frequentemente, inferior a 5% da RCL, a depender do volume de recursos fiscais livres e da possibilidade de acessar crédito (Tabela 2). No período até 2005, o baixo crescimento e os gastos com o serviço da dívida, na ausência de crédito, limitaram os investimentos. Ocorreu a expansão quando o aumento da arrecadação, vinculada à aceleração do PIB, permitiu atender, simultaneamente, o programa de ajuste fiscal e o aumento dos gastos, apesar de o volume de crédito continuar baixo. O término do governo Lula, aliado à praxe política de novos governadores de cortar gastos no primeiro ano de mandato, levou à queda dos investimentos em 2011, revertidos a seguir, com base na estratégia do governo Dilma de ampliar a oferta de crédito a fim de incentivar os investimentos estaduais e elevar o PIB. A maior contratação de empréstimos garantiu, apesar do menor ritmo de expansão da receita tributária, o aumento dos investimentos até o momento de crise.

Tabela 2

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pará							
Investimento / RCL	9,9%	11,7%	12,9%	15,5%	7,3%	11,3%	9,6%
ano base (2004 = 100)	78	100	120	161	80	140	121
ano anterior = 100	**	129	120	134	50	175	86
Bahia							
Investimento / RCL	10,8%	7,8%	9,6%	8,8%	6,3%	8,2%	8,9%
ano base (2004 = 100)	131	100	138	138	104	143	150
ano anterior = 100	**	77	138	100	76	138	105
Pernambuco							
Investimento / RCL	8,0%	7,3%	5,3%	6,5%	5,2%	7,2%	9,8%
ano base (2004 = 100)	117	100	95	126	110	170	239
ano anterior = 100	**	85	95	132	87	155	140
Goiás							
Investimento / RCL	7,1%	12,2%	8,7%	4,8%	4,7%	6,9%	5,4%
ano base (2004 = 100)	53	100	78	45	49	78	60
ano anterior = 100	**	187	78	57	109	161	77
Minas Gerais							
Investimento / RCL	2,7%	5,8%	9,6%	11,7%	11,0%	12,0%	11,6%
ano base (2004 = 100)	46	100	187	246	253	326	302
ano anterior = 100	**	217	187	132	103	129	93
Rio de Janeiro							
Investimento / RCL	3,6%	6,1%	6,5%	6,9%	4,7%	5,1%	8,4%
ano base (2004 = 100)	56	100	109	127	90	108	167
ano anterior = 100	**	178	109	117	71	121	154
São Paulo							
Investimento / RCL	1,9%	2,1%	5,3%	4,8%	4,5%	7,2%	7,7%
ano base (2004 = 100)	83	100	268	259	266	465	489
ano anterior = 100	**	121	268	96	103	175	105
Rio Grande Sul							
Investimento / RCL	5,3%	5,0%	4,2%	4,3%	2,4%	3,4%	3,2%
ano base (2004 = 100)	105	100	90	99	56	87	83
ano anterior = 100	**	95	90	110	56	157	95

continua...

continuação	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pará							
Investimento / RCL	13,6%	4,9%	6,9%	8,3%	9,2%	7,5%	5,0%
ano base (2004 = 100)	185	60	114	139	163	135	86
ano anterior = 100	153	39	159	122	117	83	64
Bahia							
Investimento / RCL	10,9%	8,4%	8,0%	7,7%	8,1%	8,6%	9,7%
ano base (2004 = 100)	209	122	168	165	183	189	232
ano anterior = 100	139	81	100	98	111	104	123
Pernambuco							
Investimento / RCL	12,8%	11,7%	13,1%	14,7%	12,8%	5,0%	4,8%
ano base (2004 = 100)	365	364	389	488	445	167	159
ano anterior = 100	153	95	112	125	91	38	95
Goiás							
Investimento / RCL	8,5%	2,9%	4,0%	8,6%	13,7%	7,0%	3,6%
ano base (2004 = 100)	106	53	61	132	219	107	56
ano anterior = 100	177	39	147	219	166	49	52
Minas Gerais							
Investimento / RCL	10,9%	7,7%	6,4%	9,1%	8,2%	4,8%	4,4%
ano base (2004 = 100)	306	122	196	282	260	151	135
ano anterior = 100	101	74	86	144	92	58	89
Rio de Janeiro							
Investimento / RCL	13,3%	11,8%	13,0%	13,9%	17,6%	12,2%	5,2%
ano base (2004 = 100)	308	262	325	394	464	317	112
ano anterior = 100	185	93	114	121	118	68	35
São Paulo							
Investimento / RCL	10,3%	7,8%	6,4%	9,1%	8,9%	5,9%	5,8%
ano base (2004 = 100)	727	211	482	705	686	425	388
ano anterior = 100	149	78	85	146	97	62	91
Rio Grande Sul							
Investimento / RCL	8,9%	3,7%	3,9%	5,1%	5,1%	2,1%	2,5%
ano base (2004 = 100)	262	120	116	156	163	68	80
ano anterior = 100	316	41	108	134	104	42	117

Fonte: STN -Programa de Ajuste Fiscal - elaboração própria

A deterioração do ambiente econômico, ao afetar a arrecadação tributária, abortou a estratégia de expansão dos investimentos no último triênio. Os sinais de piora da situação financeira deram lugar à crise das finanças estaduais e levou a cortes de investimentos, somados a outros, como parte da tentativa de conter a fragilização das contas públicas, nem sempre com sucesso.

A situação de três das unidades de maior renda (RJ, MG e RS) ganhou contornos graves e os investimentos caíram a patamares medíocres. O caso do

RS é singular. O estado, prisioneiro do serviço da dívida e do elevado índice de dispêndio com pessoal, apresentou o valor médio da relação Investimento/RCL mais baixo entre os casos estudados, pouco se valendo do ciclo de crescimento do governo Lula. O patamar de investimentos do quadriênio 2007/2010 é inferior ao do período anterior, com exceção de 2010, ano em que o indicador alcançou o maior valor da série. O investimento voltou a cair em 2011, refletindo o ciclo político. O aumento das operações de crédito permitiu a retomada desses gastos no triênio seguinte, mas o movimento logo se perdeu com a redução dos empréstimos e o agravamento da situação fiscal. O aumento do déficit primário e da NFB, apesar do alívio do serviço da dívida em 2016, forçou à realização de cortes, concentrados em investimentos, que teve quedas no último biênio superiores a 50% em relação ao valor realizado em 2014.

O desempenho de MG, apesar de ter gastos com dívida e de pessoal próximos ao RS, foi superior. Os índices de Investimento/RCL, com média de 11,4% entre 2006 e 2010, revelou melhor aproveitamento do ciclo econômico. O corte de 2011, consistente com o ciclo político, deu lugar à retomada do movimento de alta, sustentado por operações de crédito, apesar de sinais de piora da situação fiscal expressos na NFB e na perda da capacidade de geração de poupança corrente. A reversão do quadro macroeconômico, acompanhada pelas condições internas, escancarou o problema fiscal e, dado o baixo raio de manobra, os investimentos tiveram queda no biênio 2015-2016 superiores a 40% da média do biênio anterior.

A situação do RJ, atípica, ganhou contornos graves graças às circunstâncias dos eventos esportivos. Os investimentos realizados de 2009 a 2014, em termos reais, mais do que dobraram (Gráfico 5) em comparação aos anos anteriores e o desempenho do índice Investimento/RCL é quase semelhante. O aumento da RCL até 2013 ajudou a sustentar esses gastos. Porém, o efeito negativo da situação econômica nacional, associada às perdas dos *royalties* do petróleo e aos problemas criados pela Lava Jato nas estatais situadas no estado, comprometeu a evolução da receita e os investimentos continuaram impulsionados por empréstimos, quando já eram evidentes os sinais de deterioração fiscal, com a expansão, desde 2012, da NFB e, no ano seguinte, dos déficits primários.

Os compromissos com os eventos esportivos impediram o estado de rever os investimentos. A precária situação fiscal revelou-se quando o final dos jogos se juntou aos problemas antes existentes e criou o quadro de *tempestade perfeita*⁹ A contração da receita veio associada à queda das operações de crédito

9 A imagem justifica-se graças ao conjunto de efeitos simultâneos envolvendo o Rio de Janeiro. A desaceleração econômica nacional, a queda do preço do petróleo, os efeitos da Lava Jato sobre a Petrobras e outras estatais situadas no estado e sobre setores, como a indústria naval, dependentes de investimentos públicos,

e ao crescimento do serviço da dívida em 2014 e 2015. O quadro anterior, já merecedor de atenção, transformou-se em derrocada, com os investimentos em 2016 alcançando índice próximo a 25% do montante realizado em 2014.

SP diferenciou-se dos demais estados de maior renda. A variação dos investimentos acompanhou o ciclo da economia nacional, determinado em boa medida pelo comportamento da economia local. Nos anos iniciais da série, o baixo dinamismo e a ausência de crédito, aliado ao compromisso de gerar superávits primários e pagar o serviço da dívida, determinaram o baixo patamar de gastos. O crescimento pós 2006 permitiu elevar o investimento, apesar do gasto com o serviço da dívida, com oscilações definidas pelo ciclo político: alta até 2010, retração em 2011 e retomada nos anos seguintes.

A crise alterou esse quadro no último triênio. A perda de dinamismo da receita provocou cortes de despesas, com ênfase nos investimentos, como meio de garantir superávits primários e conter a piora da situação fiscal. Os valores de 2015 e 2016 caíram, respectivamente, 38% e 44% em relação ao realizado em 2014, que já havia sido menor do que o do ano anterior.

A situação de GO merece atenção entre os estados de menor desenvolvimento. O estado conjuga elevado serviço da dívida e alta relação despesas de pessoal /despesas não financeiras, fatores inibidores da disponibilidade de recursos para investir. Com o acesso ao crédito limitado, os investimentos ficaram presos às oscilações da poupança corrente e ganharam alento em anos isolados, 2004, 2008 e 2010.

A postura conservadora, de defesa de altos superávits primários, conteve esse avanço no biênio 2011/2012. A contratação de operações de crédito reverteu a situação nos dois anos seguintes, com alta nos investimentos, logo abortada em razão da piora das contas públicas. A situação de 2014, com as DnFs superiores à RCL, déficit primário e aumento da NFB, levou à adoção de cortes. A política de austeridade, razão de os investimentos caírem 51% em 2015 em relação ao ano anterior e voltarem a cair 48% em 2016, garantiu os superávits primários e DnFs compatíveis com a RCL.

PA e PE deram respostas semelhantes diante da crise, apesar de viverem situações distintas. O PA, com baixo serviço da dívida e menores indicadores da relação despesa de pessoal / DnFs sustentou índice médio de investimentos/RCL de 11,5% até 2010, sem contar com a disponibilidade de crédito, às custas, no entanto, de déficits primários em 2009 e 2010. A política de ajuste de 2011 e 2012 permitiu superar essa fase e voltar a expandir os investimentos, com apoio de empréstimos e queda dos superávits primários, até registrar déficit em 2014. PE, preso ao pagamento do serviço da dívida e à geração de superávits primários, apresentou índices médios de investimentos/

aliado ao fim dos jogos, com os impactos decorrentes no turismo, comprometeram a economia local, que ainda teve, como cereja do bolo, a corrupção dos dirigentes.

RCL baixos até 2008 (6,6%). A guinada do comportamento estadual ocorreu no período seguinte (2009 a 2014). O estado elevou os investimentos aproveitando a queda do serviço da dívida e a contratação de empréstimo, mas, ao mesmo tempo, enfrentou seguidos déficits primários (2011 a 2014) e ampliação da NFB.

Os estados, acuados com a deterioração fiscal e a menor disponibilidade de crédito, cortaram os investimentos em 2015 (PA 17% e PE 62%) e novamente em 2016 (PA 36% e PE 5%), como meio de retomar os superávits primários e reduzir a NFB.

A BA viveu situação peculiar. O estado, apesar do alto gasto com o serviço da dívida até 2010, manteve superávits primários capazes de pagar os juros da dívida e níveis de investimento/RCL com baixa volatilidade, salvo o ciclo político. O comportamento de 2012 a 2016 merece destaque, pois, em contraposição às outras unidades, sustentou índices médios de investimentos/RCL (8,4%) semelhantes aos dos anos anteriores, chegando a elevar o gasto em 2016, momento agudo da crise.

A queda do serviço da dívida e a redução dos superávits primários, com apoio de operações de crédito, sustentaram a postura fiscal não conservadora. Entretanto, esta política não evitou a aparição de déficits primários e de aumento da NFB no último biênio, que, sem a retomada da economia, pode retirar graus de liberdade das autoridades estaduais.

3.5 O serviço da dívida

A crise fiscal recolocou questões que pareciam superadas com a renegociação das dívidas estaduais de 1997 (Mora, 2002). Naquele momento, os estados, incapazes de enfrentar o quadro de deterioração fiscal, tiveram de apelar ao governo federal e negociar o estoque da dívida. O processo de negociação procurou, primeiro, dar condições de compatibilizar o fluxo de pagamentos à capacidade financeira de honrar o serviço da dívida e, segundo, tratou de encaminhar alterações de ordem patrimonial e de revisão do arranjo federativo.

A obrigação de as unidades gerarem superávits primários e privatizarem as empresas, com a finalidade de pagar parte da dívida e de obter taxa de juros mais favoráveis no financiamento, aliado ao controle da contratação de novos créditos, redesenhou o arranjo federativo. Os estados, enfraquecidos econômica e politicamente, trilham um caminho de perda gradual de expressão e de subordinação na gestão da política fiscal e no controle das políticas públicas, caracterizando o que pode ser chamado de um federalismo centralizado (ARRETCHE, 2012; ABRUCIO, 2005; TAVARES, 2005).

A renegociação da dívida e a institucionalização do novo regime fiscal com a LRF pareciam suficientes para evitar outros momentos de insolvência

financeira, ao garantir à União poder de supervisionar o cumprimento das regras fiscais e ditar a conduta dos governos estaduais. A discussão, no entanto, tratou da questão de responsabilidade fiscal e deixou de lado o debate sobre federalismo, que poderia colocar em foco a perda de relevância dos governos estaduais.¹⁰

Os estados, sem as empresas e bancos e presos a normas fiscais restritivas, perderam espaço no arranjo federativo e viram crescer a força da União. A situação econômica favorável do período de Lula trouxe alívio fiscal e deu abertura às unidades para questionarem as restrições e debaterem a posição estadual no cenário nacional. O encaminhamento de propostas de revisão das regras de indexação das dívidas com a União (até então baseadas na cobrança do IGP-DI mais juros) e de contratação de créditos internos e externos, relançaram, no plano federativo, a disputa por ganhos de graus de liberdade no trato da gestão fiscal e da ampliação do poder de atuação estadual.

O governo de Dilma deu alento a essas pautas, como parte do projeto de elevar o PIB, com a contribuição de investimentos dos governos estaduais, alinhada à revisão do ICMS. Em nome desta estratégia, a União ampliou o crédito e aceitou dar avales em contratos de empréstimos externos, além de atender a antiga reivindicação de rever a regra de indexação do acordo de dívidas de 1997 (LC n. 148 de 25/11/2014). A nova norma estabeleceu que os contratos, desde 2013, teriam juros de 4% a.a. e atualização monetária calculada com base na variação do IPCA, limitados ao valor da Selic. Além disso, a União estava autorizada a conceder descontos sobre os saldos devedores dos contratos no valor correspondente à diferença entre o valor de 1º de janeiro de 2013 e aquele calculado pela variação acumulada da taxa Selic desde a assinatura dos respectivos contratos (LC 148, art. 3º).

As discussões tomaram outro rumo com a crise econômica. O projeto de reformar o ICMS e a negociação, ainda embrionária, de revisão da atuação estadual perderam-se. A guinada da política econômica de 2015 sepultou o projeto anterior e colocou o debate em novos termos. A validação das regras recém-aprovadas deixou a linha de frente e ganhou destaque a questão da austeridade fiscal, com a União decidida a garantir o ajuste dos entes subnacionais. As reivindicações, preocupadas até então em dar força à atuação estadual, transformaram-se em pedidos de salvamento visando conter o processo de deterioração fiscal, com a renegociação das dívidas e o socorro financeiro aos estados.

O embate, em meio à crise, contrapôs forças com poderes desiguais e acirrou o conflito das relações federalistas. Os estados, presos à frágil situação das contas públicas, colocaram-se novamente na dependência do suporte

10 A questão da perda de relevância dos governos estaduais está discutida em Prado (2013, 2007).

federal e passaram a sofrer pressões de diferentes ordens para aprofundar os ajustes. Por outro lado, a União não pôde se frustrar a negociar, em razão, primeiro, da grave situação econômica e, segundo, da circunstância política de o Presidente da República precisar do apoio do Congresso para se sustentar no poder. Mas, a fragilidade estadual permitiu à União usar as negociações como instrumento de imposição de novas regras restritivas de conduta fiscal, a fim de forçar o controle das contas públicas, o que transformou o trato de questões pontuais em recurso de aumento da centralização no manejo do arranjo federativo.

O imbróglio das relações entre as esferas de governo desenvolveu-se simultaneamente ao caminhar do processo de indexação da dívida. A LC n. 151 de 5/8/2015 reafirmou o acordo anterior e vetou a possibilidade de a União postergar as medidas, ao estabelecer 31/1/2016 como a data limite para promover os aditivos contratuais e dar início à cobrança do serviço da dívida com base na nova regra, além de obrigá-la a conceder descontos do saldo devedor da dívida, recalculado a partir da Selic.

A disputa em torno da renegociação dos acordos de 1997 constituiu o passo seguinte, com os estados em busca da redução dos encargos financeiros na tentativa de conter a crise. O governo federal, preso à política de ajuste fiscal, aceitou (PLC 257/2016) alongar os contratos por até 240 meses e autorizar a redução extraordinária de 40% da prestação mensal por um período de 24 meses, desde que a contrapartida estadual fosse a aprovação de leis com medidas de controle fiscal¹¹ e o atendimento de outras demandas¹² em caso de redução das prestações.

11 () As leis deveriam contemplar, com duração de 24 meses, as seguintes medidas: I) não conceder vantagem, aumento, reajustes ou adequação de remunerações a qualquer título; ii) limitar o crescimento das outras despesas correntes à variação da inflação (IPCA); iii) Não conceder renúncia ou qualquer tipo de benefício fiscal; iii) suspender admissão ou contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas as reposições decorrentes de vacância, aposentadoria ou falecimento de servidores nas áreas de educação, saúde e segurança; iv) reduzir em 10% (dez por cento) a despesa mensal com cargos de livre provimento. Além disso, as unidades eram obrigadas a sancionar leis com os seguintes dispositivos: i) instituição do regime de previdência complementar; ii) instituição de monitoramento fiscal contínuo das contas do ente, de modo a propor medidas necessárias para a manutenção do equilíbrio fiscal; iv) elevação das alíquotas de contribuição previdenciária dos servidores e patronal ao regime próprio de previdência social para 14% e 28%; v) reforma do regime jurídico dos servidores ativos e inativos, civis e militares e vi) definição de limite máximo para acréscimo da despesa orçamentária não financeira, deduzida dos investimentos e das inversões financeiras, ao montante correspondente à 80% do crescimento nominal da RCL do exercício anterior.

12 () I - redução em 20% da despesa mensal com cargos de livre provimento, em comparação com a do mês de junho de 2014; II - vedação à contratação de operação de crédito por prazo equivalente ao dobro do prazo constante do requerimento de que trata o art. 6º [24 meses]; e III - limitação das despesas com publicidade e propaganda a 50% da média dos empenhos efetuados nos últimos três exercícios, por prazo em que for acordada a redução extraordinária.

As exigências travaram o processo até que o LC n.156 de 28/12/2016 permitiu a renegociação das dívidas com a União e o BNDES¹³ e definiu, como regra de controle fiscal, a obrigação de os estados aprovarem leis fixando, nos dois exercícios subsequentes à assinatura do termo aditivo, a variação da inflação como limite de crescimento anual das despesas primárias. A maioria dos estados (todos da amostra do estudo e 18 no total) aceitou o acordo e teve redução do serviço da dívida^{14,15}. Os envolvidos comprometeram-se, por um período de 24 meses, a seguir a lógica de controle fiscal definida na Emenda Constitucional do teto de gastos (EC n. 95/2016), em troca dos benefícios financeiros do termo aditivo¹⁶ e da redução extraordinária da parcela mensal durante os meses de janeiro de 2017 a junho de 2018¹⁷.

O processo não se esgotou aí. O jogo das relações intergovernamentais ganhou outros desdobramentos à medida que alguns estados, diante do lento processo de recuperação econômica e das dificuldades em lutar com os entraves internos, continuaram a viver grave situação financeira e a demandar o apoio federal. Em consonância com o diagnóstico de que a solução da crise depende da austeridade fiscal, a União estabeleceu o Regime de Recuperação Fiscal – RRF (LC n.159 de 19/5/2017), voltado a atender casos específicos¹⁸. O programa recolocou regras de controle fiscal semelhantes às que foram

-
- 13 () De acordo com a STN: “Serão renegociadas as operações contratadas até 31 de dezembro de 2015, e cuja carência tenha cessado até 31 de dezembro de 2016. Para essas operações, será concedido um alongamento de prazo de até 20 anos para pagamento, com até 4 anos de carência.”
- 14 () Venceu no dia 23 de dezembro de 2017 o prazo para que os Estados e o Distrito Federal assinassem as renegociações referentes aos alongamentos de dívidas com a União da Lei 9.496/97 e de linhas de crédito com recursos do BNDES previstas pela Lei Complementar 156/2016. A lei previu o alongamento de dívidas das unidades da Federação com a União referentes a duas leis anteriores (9.496/97 e 8.727/93), a renegociação de linhas de crédito com recursos do BNDES e a adesão ao Novo Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste fiscal dos Estados (PAF).
- 15 () O Tesouro Nacional divulgou em 11/1/2018 um balanço da renegociação e os valores potenciais da redução do serviço da dívida. Ver anexo 4. Um desacordo ente o Tesouro e Minas Gerais, com a alegação federal de haver atrasos na entrega de documentos para a assinatura dos aditivos ao contrato de renegociação da dívida, levou o governo a tentar impedir o repasse de recursos ao estado (R\$ 6 bilhões), que recorreu ao STF e conseguiu suspender a medida.
- 16 () Cf. o Art. 1º § 5º, os efeitos passariam a valer a partir de 1/7/2016.
- 17 () Cf. o Art.3º, §4º, as reduções, de janeiro de 2017 a junho de 2018, ocorreriam, respectivamente, da seguinte forma: I - 94,73%; II - 89,47%; III - 84,21%; IV - 78,94%; V - 73,68%; VI - 68,42%; VII - 63,15%; VIII - 57,89%; IX - 52,63%; X - 47,36%; XI - 42,10%; XII - 36,84%; XIII - 31,57%; XIV - 26,31%; XV - 21,05%; XVI - 15,78%; XVII - 10,52%; XVIII - 5,26%.
- 18 () Como coloca o Art. 3º: considera-se habilitado para aderir ao Regime de Recuperação Fiscal o Estado que atender, cumulativamente, aos seguintes requisitos: I - receita corrente líquida anual menor que a dívida consolidada ao final do exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; II - despesas liquidadas com pessoal, com juros e amortizações, que somados representem, no mínimo, 70% (setenta por cento) da receita corrente líquida aferida no exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; e III - valor total de obrigações contraídas maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação.

rejeitadas na negociação do antigo PLC nº 257/2016. Naquele momento, a força conjunta dos estados teve sucesso em se contrapor à vontade federal e encaminhar proposta alternativa. No processo de negociação do RRF as tratativas são com estados isolados, em crise financeira e baixo poder de barganha. Sem capacidade de resistência, o acordo implica em aceitar duras regras de ajustamento, em troca de apoio para sustentarem gastos essenciais e evitarem o caos administrativo,^{19,20}.

O programa, em vigência no RJ²¹ e em análise no RS, defendeu regras de conduta fiscal pouco compatível com a convivência típica de relações federalistas. Embora não se possa abstrair o fato de a situação financeira estadual

19 () Art 2º § 1º A lei ou o conjunto de leis de que trata o *caput* deste artigo deverá implementar as seguintes medidas: I - a autorização de privatização de empresas dos setores financeiro, de energia, de saneamento e outros, com vistas à utilização dos recursos para quitação de passivos; II - a adoção pelo Regime Próprio de Previdência Social mantido pelo Estado; III - a redução dos incentivos ou benefícios de natureza tributária dos quais decorram renúncias de receitas instituídos por lei estadual ou distrital, de, no mínimo, 10% a.a.; IV - a revisão do regime jurídico único dos servidores estaduais da administração pública direta, autárquica e fundacional para suprimir benefícios ou vantagens não previstos no regime jurídico único dos servidores públicos da União; V - a instituição, se cabível, do regime de previdência; VI - a proibição de realizar saques em contas de depósitos judiciais; VII - a autorização para realizar leilões de pagamento, nos quais será adotado o critério de julgamento por maior desconto, para fins de prioridade na quitação de obrigações inscritas em restos a pagar ou inadimplidas.

Art. 8º São vedados ao Estado durante a vigência do Regime de Recuperação Fiscal: I - a concessão, a qualquer título, de vantagem, aumento, reajuste ou adequação de remuneração de membros dos Poderes ou de órgãos, de servidores e empregados públicos e de militares; II - a criação de cargo, emprego ou função que implique aumento de despesa; III - a alteração de estrutura de carreira que implique aumento de despesa; IV - a admissão ou a contratação de pessoal, a qualquer título, ressalvadas as reposições de cargos de chefia e de direção que não acarretem aumento de despesa e aquelas decorrentes de vacância de cargo efetivo ou vitalício; V - a realização de concurso público, ressalvadas as hipóteses de reposição de vacância; VI - a criação ou a majoração de auxílios, vantagens, bônus, abonos, verbas de representação ou benefícios de qualquer natureza em favor de membros dos Poderes, do Ministério Público ou da Defensoria Pública, de servidores e empregados públicos e de militares; VII - a criação de despesa obrigatória de caráter continuado; VIII - a adoção de medida que implique reajuste de despesa obrigatória acima da variação anual do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ou da variação anual da receita corrente líquida, o que for menor; IX - a concessão ou a ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária da qual decorra renúncia de receita; X - o empenho ou a contratação de despesas com publicidade e propaganda, exceto para as áreas de saúde, segurança, educação no trânsito e outras de demonstrada utilidade pública; XI - a celebração de convênio, acordo, ajuste ou outros tipos de instrumentos que envolvam a transferência de recursos para outros entes federativos ou para organizações da sociedade civil e XII - a contratação de operações de crédito e o recebimento ou a concessão de garantia.

20 () A Lei 13631/2018 aprovou normas que relaxam alguns pontos para a assinatura dos aditivos de renegociação da dívida. Com o novo texto, não será mais necessário demonstrar regularidade no Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), no cumprimento das regras relativas ao funcionamento dos regimes próprios de Previdência Social (os dos servidores públicos) e no comprometimento máximo da receita corrente líquida (RCL) com despesas relativas às parcerias público-privadas (PPPs). Também será dispensada a apresentação de certidões de regularidade do Cadastro Informativo de Créditos não Quitados do Setor Público Federal (Cadin); do pagamento de tributos federais (exceto contribuições previdenciárias) da Dívida Ativa da União, além do cumprimento de obrigações determinadas nas leis.

21 () Ver programa de ajuste do RJ na STN <http://tesouro.gov.br/web/stn/rrf>.

ser grave e necessitar de ajustes, a disputa desigual ora em pauta pouco tem a ver com princípios federalistas, onde se pressupõe existir entes em condições de balizarem o próprio futuro. As negociações realçaram a presença de forças desiguais, em que a disputa se resolve no arranjo de forças no enfrentamento de questões pontuais, sem se colocar em pauta a discussão sobre o caráter do atual pacto federativo e o que se quer da federação brasileira.

As regras do RRF revelam sintomas de um pacto federalista doente, em que se destaca a perda de relevância dos governos estaduais; a quase atomização das forças municipais e a dificuldade de aglutinação em torno de projetos comuns, com a União a ditar normas atreladas à definição de programas e convênios.

4. Considerações finais

O atual quadro das finanças estaduais aponta o fim de um ciclo iniciado com a renegociação das dívidas de 1997. A obrigação de pagar os encargos da dívida, aliada ao controle de gastos e às restrições de contratação de empréstimos, culminando com a LRF, definiu regras de austeridade alardeadas como a solução da crise fiscal estadual e a garantia de que a situação não viria a se repetir.

Os resultados iniciais indicaram que as expectativas criadas com a adoção das regras fiscais eram consistentes. O ajuste fiscal pareceu inelutável e os sinais de melhora das contas públicas tornaram-se visíveis na primeira década, apesar da pouca atenção dada à perda de poder relativo dos estados no arranjo federativo.

A retomada do crescimento no governo Lula trouxe algum alento. A capacidade de investimento cresceu e melhoraram as condições de endividamento. Os estados, mesmo com situações diferentes, sustentaram, concomitantemente, aumento dos gastos e redução das NFL e NFB. Os anos dourados do ciclo, no entanto, tiveram vida curta. A queda do ritmo de crescimento da economia, acompanhado no âmbito local, trouxe sinais de piora da situação fiscal, embora de forma não generalizada, a indicar o esgotamento dessa fase promissora, que levou a se desfazer a condição ímpar de conjugar elevação de gastos com melhoria da situação fiscal.

Os estados, diante da perda do dinamismo nacional, tiveram dificuldades de sustentar o ritmo de crescimento interno e de expansão da RCL, abrindo o caminho ao descompasso entre arrecadação e gastos. A ausência de crédito forçaria os estados a conter as despesas. A estratégia oficial de assegurar linhas de crédito deu margem a que unidades reduzissem os superávits primários e financiassem os investimentos com operações de crédito, com reflexo no aumento da NFL e NFB.

Os problemas até este momento eram pontuais, atrelados à situação específica de cada unidade e à condição de gestão fiscal. A situação ganhou outro rumo quando se aprofundou a crise econômica. A gravidade da situação comprometeu o conjunto das economias locais. A queda do PIB, ao afetar o valor das transferências e da receita própria, tornou inviável sustentar a elevação anterior dos gastos e expôs a vulnerabilidade das finanças estaduais.

A dimensão da crise variou de acordo com a especificidade de cada unidade, tendo em vista a situação econômica local e a estrutura de gastos, fatores responsáveis por determinar o tamanho do estrago na receita fiscal e a relevância das despesas obrigatórias com despesas de pessoal (ativo e inativo) e com o serviço da dívida pública.

A falta de alternativa em lidar com a crise provocou cortes generalizados de despesas, sobretudo de investimentos, por serem os gastos discricionários por excelência. A austeridade colocou-se como o caminho possível e acentuou o caráter pró-cíclico da gestão das finanças estaduais.

A crise econômica levou os estados a viverem situações fiscais que lembraram àquelas que a renegociação da dívida buscou combater em 1997. O forte arrocho fiscal, o controle do acesso ao crédito e a obrigação de pagar a dívida pública, depois de 20 anos, não trouxeram o resultado esperado.

A fragilidade das finanças estaduais colocou em xeque o arranjo anterior. A solução proposta de enfrentamento da crise pouco inovou em relação ao que se definiu no passado. A necessidade de voltar a renegociar a dívida, o arrocho previsto nos programas e a crítica aberta de que a situação é produto de má gestão reproduzem a situação anterior. As medidas repetem-se sem que, novamente, se levasse em conta a própria inevitabilidade da crise fiscal diante da queda tão profunda do PIB, nem que se colocasse em questão problemas de outra ordem, envolvendo a inserção estadual na federação brasileira, as formas de financiamento disponíveis, o fato de a base da arrecadação estadual, o ICMS, se assentar na indústria, com crescente perda de participação no PIB, o problema da guerra fiscal e o comportamento das transferências constitucionais, todos eles fatores de impacto na capacidade de receita estadual.

A atual crise coloca a oportunidade de repensar o pacto federativo e o papel dos governos estaduais na federação. Várias questões estão sem respostas. Qual o caminho da federação brasileira? Qual o papel que cabe aos estados desempenhar? Como seria possível repensar a distribuição de recursos e encargos? Como rever o sistema de transferências e a distribuição regional da carga tributária? Como pensar formas de cooperação entre os entes? As discussões sobre essas questões abrem espaços para se pensar as finanças estaduais para além das medidas pontuais, preocupadas somente em apagar incêndio a cada novo momento de crise.

REFERÊNCIAS

ABRUCIO, F. L. A Coordenação Federativa no Brasil: a experiência do período FHC e os desafios do governo Lula. **Rev. Sociol. Polít.**, Curitiba, 24, p. 41-67, jun. 2005.

ALMEIDA, A. O. **Déficit e Endividamento Estadual (1979-1995)**. Campinas, 1997. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia Unicamp.

ALMEIDA, M. **O Ajuste Fiscal dos Estados**. Disponível em: <https://www.joserobertoafonso.com.br/ajuste-fiscal-almeida-et-al/>, 2016.

ARRETCHE, M. **Democracia, federalismo e centralização no Brasil**. Rio de Janeiro: Editora FGV; Editora Fiocruz, 2012.

AFONSO, J. R.; CASTRO, K. P. Carga Tributária Brasileira em perspectiva histórica. Estadísticas Revisadas. **Revista de Administración Tributaria**, n. 45, sept. 2019.

BACHA, E. L. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. **Revista de Economia Política**, v. 14, n. 1, p. 5-17, 1994.

BATISTA JR, P. N. Déficit e financiamento do setor público brasileiro: 1983-1988. **Revista de Economia Política**, v. 10, n. 4. out./dez. 1991.

GRIN, E. J. *et al.* **La recentralización en el federalismo brasileño: una salida con muchas sendas**. Trabalho preparado para sua apresentação no 9º Congresso Latinoamericano de Ciência Política, organizado pela Associação Latino-americana de Ciência Política (ALACIP). Montevideo, 26 ao 28 de julho de 2017.

LISBOA, M; VESCOVI, A. P. **A Crise Fiscal dos Estados**. Disponível em: <https://www.joserobertoafonso.com.br/ajuste-fiscal-almeida-et-al/>, 2016.

LOPREATO, F. L. C. **O colapso das finanças estaduais e a crise da federação**. São Paulo: Editora Unesp/IE. Unicamp, 2002.

LOPREATO, F. L. C. **Caminhos da política fiscal do Brasil**. São Paulo, Editora UNESP, 2013.

LOPREATO, F. L. C. **Uma razão a mais para se pensar o porquê de a taxa de juros ser tão alta no Brasil.** Texto para Discussão, n. 327, IE-Unicamp, 2018.

MENDONÇA de BARROS, L. C. A moeda indexada. **Economia e Sociedade.** Campinas, Instituto de Economia da Unicamp, n. 2, ago. 1993.

MORA, M. **Federalismo e Dívida Estadual no Brasil.** IPEA, Rio de Janeiro, Texto para Discussão n. 866, mar. 2002.

PIANCASTELLI, M.; BOUERI, R. **Dívida dos Estados 10 anos depois.** IPEA, Rio de Janeiro, Texto para Discussão n. 1366, dezembro 2008.

PRADO, S. **A questão fiscal na Federação Brasileira;** diagnósticos e alternativas. CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, Escritório no Brasil, Brasília, mar. 2007.

PRADO, S. **Cinco ensaios sobre federalismo e a Federação Brasileira.** Tese (Livre Docência)–Campinas, IE-Unicamp, 2013.

TAVARES DE ALMEIDA, M. H. Recentralizando a federação? **Revista de Sociologia e Política,** Curitiba, 24, p. 29-40, jun. 2005.

WOODFORD, M. Convergence in macroeconomics: elements of the new synthesis. **American Economic Journal: Macroeconomics,** v. 1, n. 1, p. 267-279, 2009.

ANEXOS

Anexo 1

Resultado Primário / RCL

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pará	3,4%	4,3%	5,7%	-1,0%	6,0%	2,1%	-0,5%
Bahia	6,5%	10,3%	9,7%	10,5%	14,3%	9,0%	4,3%
Pernambuco	7,6	9,6%	10,8%	8,8%	8,9%	5,8%	-1,1%
Goiás	11,3%	0,7%	12,4%	13,3%	12,6%	14,9%	14,1%
Minas Gerais	8,7%	8,7%	9,8%	8,6%	8,7%	6,2%	4,7%
Rio de Janeiro	10,8%	13,0%	12,0%	8,8%	13,6%	16,0%	10,6%
São Paulo	10,3%	9,1%	7,8%	10,0%	9,4%	7,7%	4,4%
Rio Grande Sul	2,2%	1,7%	5,8%	7,1%	8,0%	12,7%	9,2%

continuação

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pará	-4,4%	6,6%	5,8%	0,3%	-0,4%	0,3%	0,6%
Bahia	3,7%	2,9%	3,2%	1,6%	4,0%	-3,8%	-4,7%
Pernambuco	0,5%	-2,7%	-7,2%	-7,9%	-10,7%	1,0%	4,0%
Goiás	5,4%	17,8%	10,2%	3,9%	-1,9%	3,3%	7,9%
Minas Gerais	4,8%	5,7%	5,8%	-1,6%	-3,8%	-4,3%	-7,1%
Rio de Janeiro	6,3%	9,4%	1,9%	-2,3%	-5,5%	-7,1%	-15,9%
São Paulo	6,7%	7,4%	10,1%	5,0%	4,9%	5,3%	3,3%
Rio Grande Sul	5,1%	7,8%	4,4%	1,2%	-3,7%	-1,5%	0,3%

Anexo 2

Pará	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	134	197	306	-60	408	171	-42
II - Juros da dívida	57	74	45	56	73	62	83
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-76	-123	-261	116	-335	-109	125
IV - Amortizações	94	144	160	170	184	235	263
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	18	22	-100	286	-151	125	388
VI - Fontes de financiamento	41	23	41	233	109	135	512
Operações de crédito	35	35	24	232	108	133	512
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-23	-2	-141	53	-260	-10	-124

Pará	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	-433	738	785	41	-60	53	111
II - Juros da dívida	95	40	92	43	19	44	-24
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	528	-698	-693	2	79	-9	-134
IV - Amortizações	281	337	380	422	335	402	387
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	810	-361	-314	425	415	393	253
VI - Fontes de financiamento	769	43	44	512	617	179	160
Operações de crédito	756	42	42	499	614	179	159
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	50	-405	-358	-87	-202	214	93

Bahia	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	488	887	990	1.203	1.803	1.280	616
II - Juros da dívida	458	509	471	460	487	417	409
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-30	-377	-519	-743	-1.315	-863	-207
IV - Amortizações	755	772	873	1.086	1.269	1.511	1.318
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	725	395	355	343	-47	648	1.111
VI - Fontes de financiamento	422	348	494	390	161	144	1.011
Operações de crédito	420	314	254	386	160	133	1.009
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	303	47	-140	-47	-208	504	100

Bahia	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	637	563	667	367	1.026	-1.054	-1.529
II - Juros da dívida	366	315	382	338	352	43	-14
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-272	-248	-285	-29	-675	1.097	1.516
IV - Amortizações	921	979	1.109	1.766	826	976	866
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	650	731	824	1.737	-151	2.073	1.892
VI - Fontes de financiamento	65	453	1.859	2.664	1.426	1.024	918
Operações de crédito	652	449	1.855	2.657	1.422	1.015	907
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-7	278	-1.035	-927	-1.275	1.049	973

Pernambuco	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	338	424	661	599	686	535	-112
II - Juros da dívida	223	219	205	204	176	100	126
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-115	-205	-456	-394	-510	-435	238
IV - Amortizações	318	352	406	448	413	480	879
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	203	147	-50	54	-97	45	1.117
VI - Fontes de financiamento	31	72	65	68	81	216	1.128
Operações de crédito	31	71	64	66	80	213	1.111
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	172	75	-116	-14	-178	-171	-11

Pernambuco	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	65	-369	-1.032	-1.345	-2.030	199	876
II - Juros da dívida	153	69	184	266	294	364	203
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	88	438	1.216	1.610	2.324	165	-674
IV - Amortizações	340	405	535	635	612	799	807
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	482	843	1.751	2.245	2.935	964	133
VI - Fontes de financiamento	668	517	2.317	2.910	1.886	423	322
Operações de crédito	664	517	2.310	2.904	1.886	419	322
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-240	326	-565	-665	1.049	542	-189

Goiás	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	439	33	648	751	818	1.134	1.088
II - Juros da dívida	239	250	300	426	399	494	506
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-200	218	-349	-325	-419	-640	-582
IV - Amortizações	284	374	411	442	495	526	572
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	84	592	63	117	76	-115	-9
VI - Fontes de financiamento	63	49	88	50	47	0	1
Operações de crédito	32	48	31	29	13	0	0
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-21	543	-251	67	30	-115	-11

Goiás	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	488	2.000	1.274	526	-279	512	1.363
II - Juros da dívida	600	736	764	1.062	923	887	786
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	112	-1.263	-511	536	1.202	375	576
IV - Amortizações	544	2.335	2.409	1.131	1.659	1.670	1.041
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	656	1.071	1.898	1.667	2.861	2.045	465
VI - Fontes de financiamento	199	1.761	1.725	1.344	1.804	557	35
Operações de crédito	198	1.760	1.725	1.344	1.804	557	34
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	457	-689	173	322	1.056	1.488	430

Minas Gerais	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	1.157	1.264	1.698	1.661	1.916	1.715	1.306
II - Juros da dívida	1.031	1.134	1.147	1.351	1.868	1.922	1.786
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-126	-130	-550	-310	-230	207	480
IV - Amortizações	425	417	396	540	452	516	1.085
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	299	288	-154	230	222	723	1.565
VI - Fontes de financiamento	45	36	108	284	199	480	1.321
Operações de crédito	18	11	64	253	196	556	1.306
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	254	252	-263	-54	22	243	244

Minas Gerais	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	1.494	2.005	2.220	-683	-1.715	-2.136	-3.606
II - Juros da dívida	1.905	2.068	1.999	2.119	2.165	2.833	1.106
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	411	63	-221	2.802	3.880	4.970	4.712
IV - Amortizações	1.191	1.424	3.925	5.046	2.874	3.479	1.491
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	1.603	1.487	3.703	7.847	4.566	8.449	5.866
VI - Fontes de financiamento	1.627	382	4.169	6.021	1.281	36	1.176
Operações de crédito	1.598	304	3.830	5.876	336	27	1.154
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-24	1.106	-466	1.826	3.285	8.413	4.690

Rio de Janeiro	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	1.636	2.212	2.223	1.850	3.064	4.263	2.780
II - Juros da dívida	1.654	1.142	1.721	1.807	1.947	1.943	2.007
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	18	-1.070	-502	-43	-1.117	-2.320	-773
IV - Amortizações	577	769	700	714	825	868	1.226
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	596	-301	198	672	-292	-1.452	453
VI - Fontes de financiamento	189	256	277	353	164	176	722
Operações de crédito	189	256	280	353	164	176	275
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	407	-558	-80	319	-457	-1.625	271

Rio de Janeiro	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	2.034	3.365	743	-1.097	-2.583	-3.591	-7.175
II - Juros da dívida	1.979	2.088	2.088	2.470	2.638	3.330	2.457
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-55	-1277	-1.277	3.567	5.221	6.921	9.633
IV - Amortizações	1.232	1.726	1.726	2.484	3.452	3.452	1.984
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	1.177	449	449	6.415	8.673	10.373	11.616
VI - Fontes de financiamento	1.295	1.1455	1.455	5.868	7.646	6.055	1.047
Operações de crédito	1.295	1.272	1.272	5.030	7.605	4.995	1.047
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	118	-1.004	-1.004	547	1.027	4.318	10.569

São Paulo	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	4.282	4.293	5.918	5.918	6.302	5.972	3.526
II - Juros da dívida	2.870	3.137	3.907	3.907	4.160	4.501	46353
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-1.411	-1.157	-2.011	-2.011	-2.141	-1.471	827
IV - Amortizações	1.587	1.515	3.765	3.765	2.144	2.713	3.467
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	175	358	1.754	1.754	3	1.242	4.294
VI - Fontes de financiamento	754	408	1.984	1.984	222	1.357	5.189
Operações de crédito	336	375	367	367	193	939	1.957
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-578	-50	-231	-231	-219	-144	-895

São Paulo	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	6.254	7.615	11.382	6.148	6.435	7.088	4.408
II - Juros da dívida	4.482	4.663	5.375	7.367	7.367	7.845	4.075
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	-1.772	-2.952	-6.008	932	932	757	-332
IV - Amortizações	3.751	4.379	5.012	5.907	5.907	7.311	4.279
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	1.979	1.427	-995	6.840	6.840	8.068	3.947
VI - Fontes de financiamento	4.388	1.234	1.827	7.294	7.294	7.169	4.990
Operações de crédito	1.588	1.197	815	6.468	6.468	6.096	4.951
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	-2.409	193	-2.823	-455	-455	899	-1.043

Rio Grande do Sul	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
I - Resultado Primário	207	175	688	778	1.076	2.047	1.537
II - Juros da dívida	835	920	1.019	1.234	1.266	1.213	1.101
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	628	745	331	456	190	-834	-436
IV - Amortizações	468	456	592	467	462	1.701	680
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	1.096	1.200	923	924	652	867	246
VI - Fontes de financiamento	414	386	155	260	1.290	1.194	30
Operações de crédito	282	230	127	29	0	1.192	0
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	682	841	768	663	-638	-327	214

Rio Grande do Sul	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I - Resultado Primário	1.033	1.645	1.004	291	-1.028	-460	-104
II - Juros da dívida	1.146	1.192	1.299	1.387	1.382	1.491	412
III - Nec. Fin. Líquida = (-I + II)	113	-463	295	1.096	2.411	1.951	516
IV - Amortizações	1.621	1.021	1.155	1.325	1.677	2.045	1.101
V - Nec.Fin. Bruta = (III +IV)	1.634	568	1.450	2.421	4.087	3.996	1.617
VI - Fontes de financiamento	794	233	984	637	2.246	342	417
Operações de crédito	791	248	944	0.542	2.189	203	334
VII = saldos / deficiência financeira (V-VI)	839	335	465	1.784	1.841	3.653	1.201

Anexo 3

Serviço da Dívida

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pará							
Serv. da Dívida / RCL	5,5%	5,9%	5,3%	4,7%	4,6%	4,5%	4,7%
Serv. da Div. / D. Total	4,7%	5,0%	4,6%	3,9%	4,0%	3,8%	3,9%
Bahia							
Serv. da Dívida / RCL	18,2%	16,1%	14,4%	14,7%	14,6%	14,6%	12,9%
Serv. da Div. / D. Total	13,9%	12,7%	11,6%	11,9%	12,2%	11,7%	10,0%
Pernambuco							
Serv. da Dívida / RCL	13,5%	13,5%	11,2%	10,7%	8,8%	8,0%	11,4%
Serv. da Div. / D. Total	10,6%	10,6%	9,3%	8,8%	7,4%	6,6%	8,6%
Goiás							
Serv. da Dívida / RCL	13,9%	14,0%	13,7%	15,5%	13,9%	13,6%	14,6%
Serv. da Div. / D. Total	10,4%	9,9%	10,9%	12,1%	11,0%	10,9%	11,4%
Minas Gerais							
Serv. da Dívida / RCL	12,1%	12,1%	11,6%	12,2%	11,6%	10,9%	11,8%
Serv. da Div. / D. Total	9,6%	9,3%	9,2%	9,5%	9,1%	8,5%	9,0%
Rio de Janeiro							
Serv. da Dívida / RCL	15,9%	12,0%	13,6%	12,6%	13,2%	11,8%	13,5%
Serv. da Div. / D. Total	12,6%	9,9%	11,0%	10,1%	10,9%	10,0%	10,6%
São Paulo							
Serv. da Dívida / RCL	13,1%	11,7%	11,9%	14,6%	10,9%	11,3%	11,6%
Serv. da Div. / D. Total	10,1%	9,0%	9,1%	11,0%	8,4%	8,5%	8,5%
Rio Grande Sul							
Serv. da Dívida / RCL	15,0%	14,2%	14,5%	13,7%	12,0%	19,8%	12,6%
Serv. da Div. / D. Total	10,7%	10,2%	10,6%	10,2%	9,1%	14,8%	9,7%

continua...

continuação	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pará							
Serv. da Dívida / RCL	4,7%	4,9%	4,3%	4,2%	3,3%	3,5%	3,0%
Serv. da Div. / D. Total	3,7%	4,3%	3,8%	3,5%	2,8%	3,0%	2,6%
Bahia							
Serv. da Dívida / RCL	8,4%	7,7%	7,7%	9,9%	5,3%	5,8%	4,4%
Serv. da Div. / D. Total	6,7%	6,2%	6,2%	7,7%	4,4%	4,6%	3,3%
Pernambuco							
Serv. da Dívida / RCL	5,0%	5,2%	6,3%	6,4%	6,1%	7,1%	6,1%
Serv. da Div. / D. Total	3,9%	4,1%	4,6%	4,7%	4,5%	5,7%	#DIV/0!
Goiás							
Serv. da Dívida / RCL	13,1%	27,9%	26,9%	17,3%	18,2%	16,3%	10,6%
Serv. da Div. / D. Total	9,7%	20,6%	18,9%	12,5%	12,5%	11,6%	10,6%
Minas Gerais							
Serv. da Dívida / RCL	10,7%	11,3%	16,3%	18,5%	12,7%	13,7%	5,5%
Serv. da Div. / D. Total	8,2%	8,6%	11,9%	12,7%	9,3%	10,5%	4,3%
Rio de Janeiro							
Serv. da Dívida / RCL	11,1%	11,7%	12,6%	12,3%	14,3%	14,5%	10,5%
Serv. da Div. / D. Total	8,7%	9,3%	9,5%	9,1%	10,1%	10,2%	#DIV/0!
São Paulo							
Serv. da Dívida / RCL	10,7%	11,1%	11,3%	11,4%	11,9%	12,8%	7,9%
Serv. da Div. / D. Total	8,1%	8,5%	8,8%	8,5%	8,9%	9,4%	5,9%
Rio Grande Sul							
Serv. da Dívida / RCL	14,6%	11,7%	11,6%	11,4%	11,8%	11,4%	4,5%
Serv. da Div. / D. Total	10,7%	8,9%	8,6%	8,2%	8,2%	8,2%	3,6%

Anexo 4

Balço da Lei Complementar nº 156/2016

Estado	Renegociação de dívidas com a União da Lei 9.496/97					Renegociação de dívidas com recursos do BNDES			Renegociação de dívidas da Lei 8.777/93**			Adesão ao Novo PAF (Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados)
	Solicitou	Valor da dívida renegociada	Alongamento da dívida em 240 meses (art. 1º LC156)	Redução regressiva das parcelas de jul/16 a jun/18 (art. 3º LC156)	Parcelamento de pagamentos não realizados por decisão do STF (art. 3º LC156)	Redução potencial no fluxo de pagamentos da dívida com a União de jul/16 a jun/18*	Solicitou	Número de Contratos autorizados pela STN	Valor das renegociações autorizadas pela STN	Valor das dívidas vencidas passíveis de alongamento em 240 meses (art. 12A LC156)	Valor das dívidas vencidas passíveis de alongamento (arts. 12 e 13 LC156)	
Acre	sim	R\$ 311.945.371	Deferido	Em análise	Não solicitado	R\$ 67.580.210	sim	10	R\$ 530.566.458	-	R\$ 3.318.665	sim
Alagoas	sim	R\$ 6.226.194.346	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 1.280.616.438	sim	3	R\$ 613.102.161	-	R\$ 66.800.811	sim
Amapá	não	-	-	-	-	R\$ 14.858.138	sim	1	R\$ 420.990.519	-	-	não tem PAF
Amazonas	não	-	-	-	-	-	não	-	-	-	R\$ 139.206.673	não
Bahia	não	-	-	-	-	R\$ 987.154.629	sim	3	R\$ 1.767.634.482	-	R\$ 11.725.002	sim
Ceará	sim	R\$ 879.449.981	Deferido	Não solicitado	Não solicitado	R\$ 157.840.387	sim	6	R\$ 1.307.108.539	-	R\$ 467.107.056	sim
Distrito Federal	não	-	-	-	-	R\$ 159.445.975	não	-	-	-	-	não
Espirito Santo	sim	R\$ 1.257.066.933	Deferido	Deferido	Não solicitado	R\$ 174.913.299	sim	1	R\$ 359.482.113	-	R\$ 926.253.452	sim
Goiás	sim	R\$ 3.349.775.154	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 698.132.446	não	-	R\$ 4.931.105.055	-	R\$ 13.512.191	sim
Maranhão	não	-	-	-	-	-	sim	2	R\$ 1.044.738.110	-	R\$ 23.785.242	sim
Mato Grosso	sim	R\$ 1.841.036.059	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 437.768.537	sim	4	R\$ 822.291.093	-	R\$ 12.325.630	sim
Mato Grosso do Sul	sim	R\$ 3.300.168.109	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 2.287.085.538	sim	2	R\$ 341.251.036	-	-	sim
Minas Gerais	sim	R\$ 73.567.521.225	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 8.509.503.624	sim	2	R\$ 1.229.611.284	-	R\$ 653.812.282	sim
Pará	sim	R\$ 865.643.620	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 385.255.028	não	-	-	-	R\$ 8.871.522	sim
Paraná	sim	R\$ 711.906.913	Deferido	Em análise	Não solicitado	R\$ 69.322.297	sim	3	R\$ 900.262.960	-	R\$ 65.614.287	sim
Paraná	sim	R\$ 9.311.603.669	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 1.722.937.180	sim	1	R\$ 730.518.342	-	R\$ 337.198.137	sim
Pernambuco	sim	R\$ 2.877.583.371	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 625.466.808	sim	39	R\$ 1.184.981.421	-	R\$ 122.281.713	sim
Piauí	sim	R\$ 68.200.046.891	Deferido	Dividida liquidada	Em análise	R\$ 515.871.104	sim	2	R\$ 515.871.104	-	R\$ 18.829.618	não tem PAF
Rio de Janeiro	sim	R\$ 68.200.046.891	Deferido	Não solicitado	Não solicitado	R\$ 5.181.139.273	não	-	-	-	R\$ 44.440.274	sim
Rio Grande do Norte	não	-	-	-	-	-	não	-	-	-	R\$ 3.120.919	não tem PAF
Rio Grande do Sul	sim	R\$ 51.022.239.635	Deferido	Em análise	Em análise	R\$ 5.365.879.782	sim	3	R\$ 786.818.370	-	R\$ 120.426.414	sim
Rondônia	sim	R\$ 2.106.084.884	Deferido	Em análise	Não solicitado	R\$ 350.643.172	sim	-	-	-	R\$ 12.760.828	sim
Roraima	não	-	-	-	-	-	sim	-	-	-	-	não
Santa Catarina	sim	R\$ 8.600.057.374	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 1.732.306.729	sim	2	R\$ 440.762.011	-	R\$ 13.000.651	sim
São Paulo	sim	R\$ 223.539.966.235	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 14.609.926.848	sim	2	R\$ 1.708.858.163	-	R\$ 34.293.316	sim
Sergipe	sim	R\$ 896.246.019	Deferido	Deferido	Deferido	R\$ 176.083.949	sim	2	R\$ 212.065.957	-	R\$ 10.828.356	sim
Total	-	R\$ 458.865.095.791	18 Deferidos	10 Em análise	4 Deferidos 8 Em análise	R\$ 44.743.860.285	-	88	R\$ 14.916.914.112	R\$ 4.931.105.055	R\$ 3.109.535.040	20 Adesões

* Estimativa considerando os efeitos acumulados das renegociações da dívida com a União.
 ** Apenas GO solicitou alongamento de sua dívida vencida da Lei 8.777, tendo firmado a renegociação.

CAPÍTULO 10

O BOLSONARISMO E A NOVA POLARIZAÇÃO DA DISPUTA POLÍTICA BRASILEIRA

Guilherme Santos Mello

Apesar de se tratar de um sistema político multipartidário, a disputa político-eleitoral brasileira em âmbito nacional durante a nova república foi marcada pela polarização de dois campos políticos razoavelmente bem delimitados, que encontravam em dois partidos políticos (o PT e o PSDB) sua representação e identidade. A crise dessa polarização tem início em 2013 e se estende até o fim do governo Temer. A partir deste ponto, nota-se não apenas o enfraquecimento de ambos os polos que organizaram por décadas a disputa política nacional, mas particularmente a substituição de um desses polos por um novo fenômeno político, aqui chamado de “bolsonarismo”, em referência direta a figura do presidente Jair Bolsonaro.

Apesar de ser um fenômeno novo, o bolsonarismo tem raízes profundas nos valores construídos ao longo da formação social e política nacional, como conservadorismo, o autoritarismo, o moralismo e o liberalismo. No passado, movimentos semelhantes ao bolsonarismo já ocorreram e tinham espaço cativo na disputa política nacional. Após o fim da ditadura militar e o início da nova república, vários desses valores entraram em crise e seus defensores foram ao menos parcialmente silenciados.

Como fenômeno político, o bolsonarismo representa um reordenamento político-eleitoral, ancorado em mudanças profundas na disputa de hegemonia dentro das frações da burguesia, na constituição de uma ampla base social típica de uma sociedade de serviços de baixa remuneração e na capacidade de congregar valores e ideais aparentemente contraditórios, mas que dialogam com setores majoritários da sociedade. Além disso, o bolsonarismo também pode ser entendido a partir de um viés psicológico, como um mecanismo de “desrepressão” discursiva e de identificação social das camadas médias da sociedade brasileira.

A figura de Jair Bolsonaro é apenas a expressão, a forma assumida por esse conteúdo valorativo, social e político que ganhou força na década de 2010. Por essa razão, é possível que o bolsonarismo possa prescindir de Bolsonaro, já que ele corresponde a uma “visão de mundo” compartilhada por setores

expressivos da sociedade brasileira. Neste sentido, o bolsonarismo assumiu o espaço dos “partidos da ordem” (em particular o PSDB) como novo polo organizador da política nacional, angariando o suporte de boa parte do antigo polo “antipetista”, que congregou setores bastante heterogêneos da sociedade durante os governos Lula e Dilma.

O único rival à altura do bolsonarismo segue sendo o petismo, particularmente na figura do ex-presidente Lula, que ainda se mostra capaz de representar e dar voz as parcelas da sociedade que representa. A estabilidade e duração dessa nova polarização dependerá da capacidade de cada polo de se manter como interlocutor privilegiado de sua base social, em uma espécie de “guerra de trincheiras”, independente da capacidade imediata de vencer pleitos eleitorais.

1. A polarização PT x PSDB e o “lulismo” como polo organizador da política nacional

Desde a redemocratização, os partidos políticos brasileiros se organizaram buscando representar e dar voz as diferentes forças políticas presentes na sociedade brasileira. Dado o caráter urbano-industrial da economia nacional da década de 1980, é possível dizer que os partidos em grande medida disputavam o papel de interlocutor preferencial de quatro grandes agrupamentos sociais razoavelmente organizados: no campo da grande burguesia, tínhamos a burguesia rural (ou agronegócio), a burguesia industrial e a burguesia financeira, cujos interesses podem se apresentar como conflitantes em determinados momentos. Na outra ponta, havia a classe trabalhadora urbana e partes dos trabalhadores rurais, que buscavam reconstruir sua base de representação destruída pelo golpe de 1964 e pelos 21 anos de regime militar. Além disso, havia um contingente expressivo de desvalidos, despossuídos e desempregados (ou subempregados), desprovidos de representatividade política formal.

Ao longo das décadas que se seguiram a primeira eleição presidencial em 1989, o sistema político foi se moldando para expressar, em âmbito nacional, essas diferentes vozes. Alguns partidos, incapazes de se habilitarem nacionalmente como representantes dos interesses de qualquer um desses grupos específicos, se especializaram nas disputas políticas regionais, em geral alinhados a grupos de poder que representam localmente o interesse das classes dominantes em âmbito nacional.

Porém, alguns poucos partidos se mostraram capazes de representar os interesses de classes e grupos de classe em nível nacional, se viabilizando como os verdadeiros polos da disputa política brasileira. No campo dos “partidos da ordem”, ou seja, aqueles destinados a representar os interesses das diferentes frações da burguesia, havia uma disputa pela hegemonia para

descobrir quem seria o interlocutor mais viável, capaz de congregar em um projeto nacional “mínimo” o conjunto de interesses dispersos desses grupos.

De um lado, havia os partidos herdeiros da ditadura militar, que não apenas tinham forte influência local, como se viabilizaram como representantes de setores importantes da burguesia rural e de alguns setores da burguesia industrial, como era o caso do PFL (atual DEM) e do PPB (atual PP). Por outro lado, havia os partidos herdeiros da oposição democrática a ditadura militar, com elevada penetração nacional e boa capacidade de diálogo com setores da burguesia industrial e financeira, como o PMDB (atual MDB) e PSDB.

A grande novidade na política brasileira no período da redemocratização, no entanto, estava no campo da representação trabalhista, destruída em 1964 e apenas parcialmente recuperada pelo MDB, que representou uma espécie de “frente ampla” contra a ditadura. Assim como entre os “partidos da ordem”, havia neste campo uma intensa disputa por protagonismo, com especial destaque para o PDT de Leonel Brizola e o PT, um fenômeno novo na política brasileira por se tratar de um caso raro de partido de massas, com base social construída fora da articulação do Estado e do parlamento.

Ao longo da década de 1990 e 2000, a disputa pelo protagonismo nacional consagrou duas grandes forças que se tornaram os polos organizadores da política brasileira: o PSDB e o PT. Ao lado do PSDB, se alinhavam os “partidos da ordem”, com destaque para o PFL, PPB e setores do PMDB. Ao lado do PT, passaram a perfilar partidos do espectro trabalhista e de esquerda, com destaque para o PC do B, o PSB e o PDT. Outros partidos da ordem, em particular os mais próximos ao centro do espectro político, se revezavam na participação do governo e no apoio condicionado aos projetos tucano e petista. Incapazes de ganhar uma identidade própria e restritos a disputadas regionais, esses partidos se configuravam em um ponto de equilíbrio no presidencialismo de coalizção brasileiro (ABRANCHES, 2018).

Apesar de possível, a divisão entre esquerda e direita não era necessariamente a clivagem que mais bem representava a disputa nacional. É verdade que os partidos que compuseram o campo preferencial de alianças do PSDB se situavam a direita do espectro político, configurando uma aliança de centro direita, enquanto o oposto ocorreu nos governos petistas. Apesar disso, quando alçados ao governo, ambos partidos costuraram alianças ao centro, chegando a obter apoio de partidos historicamente ligados com o espectro político oposto. A disputa política, em grande medida, era voltada para o centro, tendo como principal objetivo a conquista de apoio do eleitorado e dos partidos do centro político para garantir maioria eleitoral e parlamentar.

Essa conformação de alianças e “frentes políticas” foi responsável por garantir estabilidade aos governos e permitir a implementação de parte de suas agendas, sempre duramente negociadas junto aos partidos de centro, que

impunham uma espécie de “imobilismo em movimento” a realidade política nacional (NOBRE, 2013).

Mesmo o debate sobre estratégias neoliberais e desenvolvimentistas não seria capaz de explicar a polarização criada ao redor destes partidos, uma vez que ambos os governos tiveram marcas neoliberais e aspectos sociais, apesar da diferença de ênfase. O papel do Estado e da distribuição de renda foram muito mais decisivos nos governos Lula e Dilma I, mas isso não representou necessariamente uma ruptura com aspectos importantes do neoliberalismo (SAAD-FILHO, 2020), seja na condução da política macroeconômica (MELLO; ROSSI, 2018), seja na implementação de políticas sociais.

A principal forma de diferenciar os partidos e os governos que polarizaram a disputa política no Brasil nas últimas décadas é a representatividade que eles pretendiam oferecer aos diferentes grupos sociais. Enquanto o PSDB foi um interlocutor privilegiado de frações majoritárias da burguesia associada ao capital internacional, com destaque para a burguesia financeira, o PT buscou ocupar o espaço de interlocutor privilegiado das classes populares e de setores da burguesia doméstica mais ligados ao mercado nacional.

Durante os governos petistas, foi essa costura entre setores da burguesia doméstica e trabalhadores que ficou conhecido como “frente neodesenvolvimentista” (BOITO, 2012), responsável por garantir amparo político e social a aplicação de uma agenda de desenvolvimento que, se não contrariava frontalmente a agenda neoliberal representada pelo PSDB, certamente acrescentava uma renovada ênfase social e nacional ao projeto. Ao introduzir como interlocutor central a classe trabalhadora e os desvalidos, colocando o tema da distribuição de renda e combate à pobreza no centro do debate público, os governos petistas foram capazes de consolidar um realinhamento eleitoral que tomou forma no fenômeno político conhecido como “Lulismo”, com a figura e liderança carismática de Lula atuando como um mediador entre as classes sociais e valores de ambos espectros ideológicos (SINGER, 2012).

O realinhamento eleitoral observado nos anos 2000 coroou a estratégia de construção de uma identidade da figura de Lula como representante da classe trabalhadora e dos excluídos. O reordenamento dos canais de interlocução social, com a participação de sindicatos e de representantes populares em diversos espaços de formulação de políticas, reforçou a ideia de que finalmente as classes populares teriam voz nos governos. Na prática, no entanto, essa participação estava limitada a espaços de formulação, com os principais espaços de poder ainda ocupados por representantes da burguesia em suas diferentes frações.

O PT, nascido com o objetivo de dar voz e vez aos trabalhadores, ampliou sua base de apoio com o fenômeno do lulismo, alcançando parcela expressiva dos desvalidos e até setores da burguesia nacional. Se configurou com o

principal polo organizador da política brasileira, tendo vencido quatro eleições nacionais seguidas contra o representante do polo opositor, o PSDB. A disputa política que passou a se orientar pela dicotomia “petismo” vs “antipetismo”, o que apenas comprovou a transformação do petismo na “tese” a ser derrotada.

2. As manifestações de 2013, a operação lavajato, o golpe parlamentar e a crise da velha polarização

O antipetismo congregou uma multiplicidade de forças políticas que se opunham não apenas as figuras de Lula e do PT, mas também a política social, econômica, a defesa das minorias e até mesmo da democracia implementadas pelos governos petistas. Neste campo, se encontravam desde neoliberais até autoritários saudosistas da ditadura militar, passando por uma parcela crescente da classe média identificada com o discurso “anticorrupção” e incomodada com a perda de posição relativa na distribuição de renda. Havia, portanto, uma mistura de liberais, reacionários e conservadores, com um peso crescente desses últimos grupos na definição do discurso político. A burguesia nacional associada e a burguesia financeira lideravam esse campo, contando com o apoio da quase totalidade da grande mídia empresarial.

Esse amalgama de forças sociais tinha como representante partidário o PSDB, por ser o único partido que se viabilizou nacionalmente como interlocutor desses setores da burguesia. Ademais, o PSDB trazia consigo a herança do governo FHC, de caráter neoliberal e ancorado politicamente em uma aliança de centro-direita. Por fim, o PSDB aceitou crescentemente aderir ao discurso conservador, seja em temas de “costumes” (como a discussão sobre aborto na eleição de 2010 ou do casamento entre pessoas do mesmo sexo), seja em temas políticos, como o apoio ao “lavajatismo” contra a hegemonia petista.

Entretanto, essa representação era imperfeita por muitos motivos. Em primeiro lugar, as figuras representativas do PSDB, como FHC, José Serra e Geraldo Alckmin, agradavam mais aos liberais que aos conservadores, mesmo que tenham flertado crescentemente com o discurso conservador. Em segundo lugar, por que o PSDB era identificado como um “partido da ordem”, participante do desgastado “sistema” político, o que limitava sua capacidade de surfar no discurso antipolítica e anticorrupção que cresci conforme se desnudavam os escândalos de corrupção. Por fim, por que o programa político-econômico que o partido apresentava a sociedade dizia respeito a uma inserção subordinada da economia brasileira na economia mundial, que dialogava pouco com o nacionalismo difuso de parte das forças antipetistas.

Mesmo contando com o apoio e beneplácito da mídia corporativa, que dificilmente explorava os escândalos de corrupção em governos tucanos, a imagem, o programa político-econômico, o fato de ser um “partido da ordem”

e as figuras centrais do PSDB não permitiam que ele representasse perfeitamente a função de líder político do movimento antipetista.

Essa polarização começa a dar sinais de esgarçamento nas manifestações de junho de 2013. Apesar do movimento ter sido iniciado com uma pauta de setores autônomos da esquerda, como o Movimento Passe Livre (MPL), rapidamente as ruas foram tomadas por multidões com demandas diversificadas, mas que possuíam em comum a repulsa ao “sistema político”. O “presidencialismo de coalizão” em um cenário de grande fragmentação parlamentar apresentava um crescente custo político e econômico, escancarado nas campanhas eleitorais cada vez mais caras e nos seguidos casos de corrupção revelados para financiá-las.

Os movimentos de esquerda (incluindo sindicatos, partidos e o próprio MPL) foram violentamente expulsos de algumas manifestações por grupos extremistas de direita, contando com o beneplácito das forças policiais e de boa parte dos participantes, que se negavam a aceitar a presença de partidos e movimentos sociais nas manifestações. O antipetismo tinha descoberto as ruas e ameaçava tomar o controle do movimento, com apoio decisivo dos veículos de comunicação, que buscavam transformar as manifestações inicialmente espontâneas e um movimento estimulado contra o governo petista.

O enfraquecimento da presidenta Dilma Roussef poderia sinalizar uma vitória do antipetismo, que em tese seria facilmente capitalizada pelo PSDB. No entanto, dado o caráter radicalizado, antissistema e até antidemocrático de boa parte dos manifestantes, o PSDB se mostrou incapaz de capitalizar politicamente o legado dos movimentos de junho, abrindo espaço para novas forças no campo da direita desafiarem sua hegemonia como verdadeiro representante do antipetismo. Nesse período, começam a ganhar proeminência movimentos como “Vem pra rua” e o “Movimento Brasil Livre” (MBL), representantes de uma direita radical, que passava ao largo das agremiações partidárias e que contavam com apoio e financiamento externo¹.

A desconstrução dos polos que organizaram a política nacional levou alguns anos para se concretizar. Nas eleições de 2014 ainda restavam presentes os dois polos, mesmo que enfraquecidos, diante da ausência de reais alternativas tanto no polo do petismo, quanto do antipetismo. No campo do petismo, a alternativa representada pelo PSB de Eduardo Campos acabou de

1 As ligações dos movimentos de direita no Brasil com instituições e movimentos internacionais financiados privadamente é apontado em diversos estudos, como o livro *Dollarocracy: How the Money and Media Election Complex Is Destroying America* (McChesney e Nicols. No caso do MBL, reportagem do jornal The Guardian (PHILLIPS, 2017) aponta essa ligação entre o MBL e a *Students for liberty*, financiada pelos irmãos Koch. A Atlas Network, instituição internacional também mantida pelos irmãos Koch, também ressalta em seu site sua ligação com o MBL (<https://www.atlasnetwork.org/news/article/students-for-liberty-plays-strong-role-in-free-brazil-movement>).

forma trágica, em um acidente aéreo. No campo antipetista, o PSDB liderado por Aécio Neves adotou de forma definitiva o discurso conservador e moralista, deixando pouco espaço para outras candidaturas do espectro político da centro-direita. A alternativa vislumbrada por Marina Silva, que agradava a setores minoritários do petismo e do antipetismo ao mesmo tempo, se provou inviável diante da força atratora dos dois principais polos da política brasileira que ainda resistiam ao desgaste das manifestações de junho de 2013.

A vitória de Dilma Rousseff por uma margem relativamente estreita de votos e a adoção de uma política recessiva logo nos primeiros dias de seu novo mandato trouxeram novos contornos a polarização política. O petismo se via enfraquecido, atacado pela lavajato e tendo que gerir uma economia em queda livre, com aumento rápido do desemprego e da inflação.

O fortalecimento da operação Lava Jato e do juiz Sergio Moro foram fatores decisivos para explicar a queda do governo petista, pois consolidaram uma poderosa aliança entre a quase totalidade da burguesia (uma vez que os setores da burguesia ligados ao petismo eram alvo da operação), os extratos médios da sociedade, incluindo setores da classe trabalhadora que perdiam emprego e renda na esteira da crise de 2015, e parcelas expressivas do Estado, liderados pelos organismos judiciais e de controle, dominados por representantes da elite nacional. Apesar da reação em prol do governo petista ter alcançado tamanho considerável², a mobilização dos setores antipetistas era muito mais intensa e contínua, capaz de deslocar os partidos tradicionalmente de centro (encarregados de manter a governabilidade no presidencialismo de coalizão) para a aventura do impeachment.

Note-se que o impeachment teve múltiplos comandos e atores: o PSDB e os partidos de oposição, sob a liderança de Aécio Neves; a grande mídia corporativa sob a liderança da Rede Globo; setores da burguesia sob a liderança da FIESP e FEBRABAN; os novos movimentos de rua e virtuais surgidos em 2013, sob a liderança do Vem pra rua e do MBL; o aparato judicial e estatal, sob a liderança de Sérgio Moro e da Lava Jato; os partidos do “centrão” pertencentes até então a base aliada, sob a insidiosa liderança de Michel Temer. O medo do avanço da Lava-Jato para o conjunto do sistema político ajuda a explicar a decisão de Temer e do centrão de desferir um golpe parlamentar contra Dilma, visando controlar as ações do judiciário³.

2 Em meio aos protestos pedindo o impeachment de Dilma, também ocorreram manifestações expressivas, espalhadas por todo o Brasil, em defesa de seu mandato. Em 16 de dezembro de 2015, uma manifestação de grandes proporções tomou o país defendendo o governo e pedindo o afastamento do então presidente da Câmara, Eduardo Cunha, que estava liderando o processo de impedimento de Dilma.

3 Ficou famosa a declaração de Romero Juca, em conversa telefone gravada e vazada ilegalmente, falando que o objetivo do impeachment de Dilma seria “estancar a sangria” do sistema político e promover um “pacto

Uma vez consumado o golpe parlamentar, os “partidos da ordem” haviam retomado o controle do governo através do peemedebista Michel Temer. Apesar do PMDB não possuir um projeto nacional, ele acaba adotando o projeto “Pontes para o futuro”, redigido por economistas tucanos ainda durante o segundo governo Dilma Rousseff, uma espécie de releitura do programa derrotado de Aécio Neves a presidência da república um ano antes.

A adesão do PSDB ao governo Temer foi uma consequência natural da adesão do partido ao golpe parlamentar e a agenda econômica apresentada pelo novo governo, mas trouxe consigo um enorme passivo político. Em primeiro lugar, por que a participação no impopular governo Temer reforçou a percepção de que o PSDB era apenas mais um representante da “velha política”, um partido do sistema que visava unicamente o poder. Além disso, o fracasso da agenda neoliberal, defendida pelo PSDB e adotada pelo PMDB de Temer, retirou qualquer possibilidade de dividendos políticos pela participação no governo. Por fim, o envolvimento de Aécio Neves, candidato derrotado do PSDB em 2014 e presidente nacional do partido, em um escândalo de corrupção que contava com vídeos e áudios comprometedores tirou qualquer possibilidade do PSDB de seguir surfando a onda do moralismo lavajatista (UOL, 2017).

Se o Lulismo estava em crise, com a perda de apoio popular ao projeto petista, o desmonte da frente neodesenvolvimentista e a perseguição político-jurídica que o PT e Lula foram submetidos, também havia uma crise política no polo oposto, com o esfacelamento do PSDB e de suas principais lideranças. Curiosamente, apesar do PT ser o centro de todos os ataques, ele mostrou uma capacidade impressionante de resiliência. Após sofrer pesadas derrotas nas eleições municipais de 2016, o partido foi capaz de retomar, as vésperas das eleições, níveis de preferência partidária similares ao que apresentava antes de 2014 de 2018⁴, o que comprova o elevado grau de enraizamento do petismo e do lulismo no imaginário popular.

No espectro oposto, a coalizão de centro-direita liderada por Temer, após ter um resultado positivo nas eleições municipais de 2016⁵, foi perdendo credibilidade e popularidade até chegar as eleições de 2018 sem a capacidade política de articular uma verdadeira candidatura governista. O lançamento de Henrique Meirelles como candidato do governo apenas serviu para marcar

nacional”, incluindo o Supremo Tribunal Federal, para evitar o avanço das investigações e da perseguição judicial contra a classe política.

4 Segundo pesquisa CNI IBOPE (MAIA, 2018), em março de 2018 o PT foi apontado como partido preferido por 19% dos entrevistados. Na pesquisa Datafolha de 2017, 18% declararam identificação partidária com o PT, melhor resultado desde 2014 (DATAFOLHA, 2017).

5 O PMDB seguiu como partido com maior número de prefeituras no país, mas o crescimento do PSDB e do PSD foram expressivos. Por sua vez, o PT perdeu quase 60% das prefeituras que possuía até então.

posição e realizar, dentro de suas possibilidades, a defesa de um governo que carregava quase 80% de reprovação popular (FOLHA, 2018).

As eleições de 2018 se aproximavam com um dos polos seriamente atingido, mas ainda vivo e capaz de angariar massivo apoio popular. Mesmo preso, Lula liderava todas as pesquisas de intenção de votos, com chances reais de vitória no primeiro turno⁶. Do outro lado, o antipetismo estava órfão: o PSDB, seu representante imperfeito de décadas, havia perdido todas as condições de liderar esse campo político. A radicalização no discurso antissistema, antipolítica e até antidemocracia em amplos setores do antipetismo clamavam por uma nova liderança carismática, capaz de traduzir em palavras e atitudes seus valores e seu ressentimento com o sistema político tradicional.

3. O bolsonarismo como fenômeno social e o surgimento de um novo polo na política brasileira

O bolsonarismo é um fenômeno de múltiplas dimensões. Alguns autores tentam buscar na teoria política semelhanças com outros fenômenos políticos, como o Bonapartismo (RICUPERO, 2019). Outros preferem buscar na psicanálise ou na psicologia de massas algumas referências para pensar o papel de Bolsonaro na política nacional (SOUZA, 2018). O que parece claro, no entanto, é que o bolsonarismo já pode ser considerado um fenômeno capaz de organizar a disputa política brasileira no seu aspecto eleitoral, ideológico e de frações de classe no poder.

Do ponto de vista eleitoral, sua base inicial se concentrava no centro-sul do país, era majoritariamente masculina e crescia conforme aumenta a idade, a renda e a escolaridade⁷. Em grande medida, ela se confunde com a base tradicional do antipetismo⁸, com um padrão de votação similar ao de Aécio Neves em 2014, mas com um avanço sobre a região norte e uma participação muito mais intensa, neste fenômeno pode tanto estar ligado a um enfraquecimento do petismo após o segundo governo Dilma, quanto a uma ampliação e unificação dos grupos de apoio que aderiram ao antipetismo, como é o caso das igrejas neopentecostais.

Sob a ótica da composição social, talvez a maior novidade eleitoral do bolsonarismo tenha sido a conquista de parcelas expressivas do que foi

6 Diversas pesquisas, incluindo a DataFolha, IBOPE e MDA, apontavam a possibilidade de vitória de Lula no primeiro turno, faltando pouco mais de um mês para a realização do primeiro turno.

7 Desde o final de 2019, o bolsonarismo parece estar perdendo força nas camadas de renda e escolaridade mais elevadas, o que explica em parte a queda na popularidade entre o início de seu governo e o momento atual. Com a resposta do governo a pandemia do COVID 19, esse desgaste se acentuou, como aponta Boghossian (2020).

8 Avritzer (2020) demonstra como o antipetismo surge por volta de 2006, quando cria-se uma cisão regional no eleitorado brasileiro, que posteriormente toma a forma de uma divisão de renda.

chamado por alguns de “nova classe média”, composta majoritariamente por trabalhadores formais de baixa renda, trabalhadores autônomos e microempreendedores individuais⁹. Essa massa de trabalhadores, que se ampliou numericamente e teve sua renda aumentada durante os governos petistas, aderiu ao antipetismo após as manifestações de 2013 e, posteriormente, ampliou sua adesão com a recessão econômica em 2015/16.

Neste sentido, o bolsonarismo representa um realinhamento eleitoral que avança sobre setores eleitorais surgidos durante o “lulismo”, mas que foram aos poucos se afastando dele, seja como forma de diferenciação social das classes mais pobres (que permanecem mais ligadas ao petismo), seja pela desaceleração no crescimento da renda e na ascensão social, em particular para a alta e média classe média (QUADROS, 2015).

O bolsonarismo também reflete uma mudança no bloco hegemônico (ou bloco no poder) da burguesia brasileira, que vinha se conformando há décadas. A perda de importância da indústria de transformação já era marcante nos governos petistas, mas ainda havia uma participação intensa nos processos decisórios de setores mais internacionalizados (automobilística, por exemplo), assim como da indústria extrativa e do setor de construção civil, que participavam da chamada “frente neodesenvolvimentista” (BOITO, 2016). Ademais, o “lulismo” conquistou a aceitação de parte do setor financeiro, mesmo que nunca tenha sido a opção preferencial desse grupo (SINGER, 2018).

A operação lava jato e o fracasso da agenda industrialista (MELLO; ROSSI, 2018) de Dilma desmontam a frente política neodesenvolvimentista que amparava o “lulismo” e enfraquece setores importantes da economia brasileira: as empreiteiras quebram, algumas das principais empresas produtoras de commodities (Petrobras e JBS) são duramente afetadas pelas investigações e alguns dos novos setores produtivos simplesmente desaparecem. No geral, a queda da lucratividade das empresas não financeiras empurra boa parte do empresariado para o campo do antipetismo (PINTO *et al.* 2019), assim como a briga contra os bancos privados (guerra dos spreads) afastou definitivamente o setor financeiro do campo petista (SINGER, 2015).

O enfraquecimento da indústria, crescentemente dependente de insumos importados e de ganhos financeiros, somado ao crescimento do setor varejista devido a criação do mercado de consumo de massas no período lulista, foi transformando o equilíbrio de poder entre as frações da burguesia. A burguesia comercial ganha força em detrimento da burguesia industrial nacional, que adere ao projeto neoliberal em busca de redução de custos trabalhistas e barateamento dos insumos importados.

9 Este fenômeno se expressou durante as eleições de 2018 com o afastamento da “classe C” do petismo e a aproximação crescente com as opções antipetistas, em particular o Bolsonarismo, como aponta reportagem de Caballero, Mello, Corrêa e Bochicchio (2018).

Por sua vez, o setor financeiro adere com facilidade a qualquer candidatura viável que traga consigo o discurso neoliberal. Da mesma forma, o agronegócio, que sempre esteve mais próximo ao antipetismo, enxerga no bolsonarismo a possibilidade de libertação de suas atividades frente aos órgãos regulatórios. Por fim, o setor extrativista de grande escala perde influência com os seguidos escândalos de corrupção (Petrobras) e crises ambientais (Vale), abrindo espaço para os interesses dos numerosos “pequenos capitalistas” ligados ao extrativismo primitivo, como grileiros, posseiros, madeireiros e garimpeiros¹⁰.

É nessa nova correlação de forças dentro da burguesia que o bolsonarismo se apoia: a burguesia comercial improdutiva, a burguesia industrial dependente e importadora, o setor extrativo atrasado e ilegal, o agronegócio desregulado e uma infinidade de “pequenos empreendedores”, uberizados e precarizados, que sofreram com a recessão de 2015/16 e aderiram ao antipetismo. O setor financeiro é conquistado a *posteriori*, no segundo turno da eleição presidencial, com o aval do ultraliberalismo de Paulo Guedes. Sai de cena a “frente neodesenvolvimentista”, assume seu lugar a “frente neocolonial”, baseada no extrativismo, na desvalorização do trabalho e na inserção subordinada na economia internacional.

Do ponto de vista da ideológico, o bolsonarismo representa a confluência de ao menos quatro ideias força: o autoritarismo, o conservadorismo, o liberalismo e o moralismo. A força mobilizadora desses valores e ideias não são exatamente uma novidade na política nacional, podendo em parte ser entendidos como marcas ancestrais de um país profundamente desigual. No entanto, sua confluência ao redor de uma liderança carismática representa uma novidade, assim como a reconquista de força de ideais autoritários e conservadores, que se encontravam relativamente dormentes no período pós-ditadura militar.

O “*ethos*” bolsonarista mais radical é composto por uma mistura de autoritarismo, uma ideia difusa de nacionalismo e uma série de valores conservadores, que trazem consigo preconceitos de classe, raça, religião e orientação sexual. Novamente, nenhum desses elementos é novo na realidade brasileira, mas todos ganham proeminência e liberdade discursiva sob o comando de Bolsonaro.

O liberalismo e o moralismo são valores “agregados” posteriormente ao bolsonarismo, nas figuras de Sérgio Moro e Paulo Guedes. Apesar de ser parlamentar por quase 30 anos, ter introduzido seus filhos na política e

10 O apoio do “extrativismo primitivo” a Bolsonaro decorre da visão antiambientalista do presidente e seu desejo de liberar as atividades em terras indígenas e reservas ambientais. Esse discurso é tão poderoso que tem gerado uma enorme pressão sobre os órgãos oficiais e as populações indígenas, como mostra Gonçalves (2019) em reportagem na revista *Veja*.

contar com uma série de denúncias de desvios éticos, Bolsonaro foi capaz de se valer do rótulo de “antissistema” para se vincular a figura de Sérgio Moro, abarcando a base lavajatista que tem como traço marcante uma visão “moralista” da política. Ao mesmo tempo, ao convidar Paulo Guedes para se tornar uma espécie de “guru” econômico, Bolsonaro atraiu os setores ligados ao liberalismo econômico, historicamente representados pelo PSDB. Isso ocorreu a despeito do passado parlamentar corporativista de Bolsonaro, que foi considerado “domesticável” pelos setores liberais que aderiram tardiamente a sua campanha.

Por fim, há um viés um aspecto psicológico no bolsonarismo: ele responde a uma necessidade de identificação e representação daqueles que se sentiam reprimidos e silenciados pelo sistema político tradicional e pela polarização que dominou a política brasileira durante quase 30 anos. O autoritarismo, o racismo, o machismo, a homofobia e tantos outros traços marcantes da sociedade brasileira não desapareceram subitamente com o advento da democracia, mas foram parcialmente isolados e silenciados após a derrocada do regime militar. Eram valores em grande medida rejeitados pela polarização anterior. Em parte, o fortalecimento dessas tendências foi uma reação a ascensão do discurso identitário e a ocupação de espaços por parte das minorias políticas, em particular nos governos petistas. Liderados por algumas igrejas neopentecostais, movimentos ultraliberais e grupos conservadores, essa reação toma corpo, forma e voz na figura de Bolsonaro, que não teme repetir as frases e sentimentos que parcela da população sempre compartilhou, mas tinha receio de expressar.

4. O bolsonarismo como novo polo organizador da política nacional

Por todas essas características, o bolsonarismo pode ser definido como uma nova categoria política, que tende a organizar a disputa política e eleitoral brasileira no futuro próximo. Ele não é apenas a forma mais bem acabada do antipetismo, mas o supera e substitui, pois agora é o polo bolsonarista que se coloca como “tese”, não mais como “antítese”.

Esse fato pode ser percebido já nas eleições de 2018. Até poucas semanas antes do primeiro turno, a eleição seguia a lógica de 2014: o petismo apresentava seu candidato (inicialmente Lula, posteriormente Fernando Haddad) enquanto o antipetismo buscava sua melhor expressão. Acreditava-se, com base na ampla base de apoio montada pelo PSDB, que Alckmin em algum momento assumiria seu espaço na velha polarização, mantendo o padrão verificado nas últimas quatro eleições.

Do lado petista, a figura de Lula seguia com a possibilidade de vencer o pleito no primeiro turno, até ser retirado do pleito pela justiça. Fernando Haddad assume a campanha e rapidamente supera Ciro Gomes, que buscava ocupar espaço no polo petista. O petismo teria seu representante no segundo turno, com chances reais de vitória, dado que as pesquisas indicavam um cenário próximo ao empate técnico entre Haddad e Bolsonaro poucos dias antes do fim do primeiro turno (VEJA, 2018).

O que se viu na base antipetista, no entanto, foi um fenômeno eleitoral surpreendente. Em primeiro lugar, a candidatura tucana nunca chegou a decolar, mesmo contando com o apoio dos partidos do centro (fato que lhe garantiu grande tempo de inserção televisiva), do setor financeiro, de parte da burguesia produtiva e de parcela expressiva da grande imprensa corporativa. O antipetismo acabou de fato encarnado na figura de Bolsonaro, que se manteve próximo de 30% das intenções de voto até poucas semanas antes do primeiro turno.

Nas últimas semanas no primeiro turno, no entanto, há uma mudança não apenas no campo antipetista, mas na lógica eleitoral. A eleição, que até aquele momento tinha como tema central o retorno (ou não) do PT e do lulismo ao poder, passa a se polarizar ao redor da figura de Bolsonaro. Ao invés da antítese tomar a forma de “fora PT”, ela passa a tomar a forma de “ele não”, como os movimentos que tomaram as ruas na reta final do primeiro turno. O eixo gravitacional da campanha deixou de ser a figura de Lula e passou a ser Bolsonaro e os valores que representava.

Esse fato fica evidenciado quando olhamos para além dos resultados do pleito presidencial. Nas eleições estaduais, candidatos até então sem expressão, de partidos pequenos e totalmente desconhecidos do público, foram eleitos ou avançaram ao segundo turno com grande vantagem simplesmente por se aliarem a Bolsonaro. Tome-se como exemplo a eleição do Rio de Janeiro (Wilson Witzel), de Minas Gerais (Romeu Zema) e Santa Catarina (Carlos Moises). Mais expressivo ainda é o resultado da eleição para o Congresso, com o PSL se tornando o segundo maior partido da Câmara. No Senado, candidatos bolsonaristas ganharam eleições improváveis, como destaque São Paulo, Minas Gerais e Rio de Janeiro. Em diversos outros pleitos, candidatos da direita tradicional que decidiram apoiar Bolsonaro se saíram melhor do que candidatos de centro ou de centro-direita que mantiveram distância dos dois polos da disputa, como no caso da eleição para o governo paulista.

O bolsonarismo se mostrava maior que antipetismo. Ele varreu do espectro político boa parte do centro-direita tradicional, podendo ser entendido como uma força antissistema que congregava setores sociais capazes de derrotar não apenas o PT, mas também forças políticas de centro que ousassem não se alinhar ao novo polo político do país.

5. A transformação e as contradições da base social do Bolsonarismo durante a pandemia

A amplitude e composição heterogênea da base de apoio bolsonarista traz consigo uma série de contradições, que podem se tornar fragilidades e dificultar sua manutenção como polo organizador da política brasileira no futuro.

Em primeiro lugar, é possível se vislumbrar contradições nos interesses materiais dos grupos de apoio que hoje compõe o campo bolsonarista. É verdade que diversas frações de classe da burguesia integrante da frente neocolonial se beneficiaram da agenda neoliberal de redução nos custos do trabalho (via desemprego e retirada de direitos trabalhistas), dos custos operacionais (via desregulamentação) e dos custos financeiros (via redução do custo da dívida, em particular em dólar). Essa agenda foi em parte responsável pela recuperação das taxas de lucro das empresas não financeiras (CEMEC, 2019), mesmo que na presença de baixo crescimento econômico. Por este motivo, não se observa grandes movimentos de abandono do bolsonarismo nas frações do grande empresariado brasileiro.

Entretanto, a crise derivada do coronavírus é um fator que acelera a conjuntura. Em 2020 a inação do governo diante da pandemia gerou um desgaste inicial, que foi revertido pela adoção de políticas públicas de garantia de renda e emprego. Essas medidas, apesar de aprovadas por pressão da oposição e à revelia do governo, foram fundamentais para promover uma “transição” no apoio social ao bolsonarismo, que perdeu força nas camadas de renda e escolaridade mais elevadas, mas passou a contar com o apoio de parcelas mais pobres da população amparadas pelo auxílio emergencial.

Com a retirada dos estímulos fiscais e monetários e o consequente fim do auxílio em 2021, é provável que se acelere o desgaste do governo e abre-se a possibilidade de deflagração conflitos internos que inviabilizem sua manutenção. As camadas mais pobres tendem a retomar sua visão negativa sobre o governo e a ausência de dinamismo doméstico tende a prejudicar alguns setores que originalmente apoiaram Bolsonaro, em particular os pequenos empresários do varejo, os setores produtivos voltados ao mercado interno, a base de microempreendedores individuais e de trabalhadores autônomos.

Curiosamente, Bolsonaro foi capaz de manter o apoio destes setores durante a pandemia graças a sua postura contrária ao isolamento social, que foi ao encontro da necessidade desses trabalhadores que possuem poucos direitos e dependem da livre circulação de pessoas para garantirem sua renda. Com o fim do auxílio emergencial, a queda na renda e a perspectiva de uma lenta recuperação econômica (talvez até uma nova recessão no primeiro semestre de 2021), esse apoio poderá se reduzir gradativamente.

Além disso, há contradições entre as forças ideológicas que compõe a base bolsonarista. Os liberais, por exemplo, parecem crescentemente se incomodar com a ala conservadora e ao viés autoritário do governo. O fracasso da agenda liberal e a crise provocada pelo Coronavírus tem feito Bolsonaro questionar seu ministro da economia e flertar com uma agenda com maior presença do Estado, o que certamente minaria seu apoio na base liberal e no mercado financeiro¹¹.

A demissão de Sérgio Moro do Ministério da Justiça também representou um afastamento dos setores identificados com o perfil “moralista” do governo. O efeito líquido desta mudança não foi tão relevante dada a capacidade de Bolsonaro de manter sua imagem de político “antissistema” viva. Apesar do valor da “moralidade política” permear todo o espectro ideológico do bolsonarismo (incluindo os setores conservadores, autoritário e liberais), ele parece ser o valor mais “flexível”, aplicando-se somente contra adversários políticos. A base de apoio mais fiel se mantém firme na defesa da figura de Bolsonaro, considerando a saída de Sérgio Moro um erro político, não uma falha moral, independente das acusações e provas que sejam apresentadas.

Essas fissuras, no entanto, não necessariamente se apresentarão como limitações para o prosseguimento do governo no curto prazo. Nesse caso, o papel da ala militar do governo parece central: enquanto o alto comando militar se mantiver aliado ao governo, sua substituição se torna pouco provável¹². É o cenário oposto do enfrentando pelo campo petista, cuja a interferência militar tem sido capaz de influenciar decisões políticas e jurídicas contra o partido e a figura de Lula¹³.

No campo da oposição, não parece haver consenso sobre a estratégia a ser adotada para enfrentar o bolsonarismo, com setores apostando em uma composição junto ao centro-direita (que inclui negociações entre PSDB, DEM, MDB e PDT) e outra parte optando pelo fortalecimento do campo da esquerda.

Também é perceptível a dificuldade de diálogo da oposição com os setores da burguesia que flertam com a ruptura com o bolsonarismo, mas

11 Os questionamentos a Guedes tiveram início antes mesmo dos efeitos da pandemia do Coronavírus, como mostra reportagem da Folha de São Paulo de fevereiro de 2020 (URIBE; PUPO, 2020)

12 O papel das Forças Armadas no governo Bolsonaro merece uma atenção muito maior do que a dedicada por este trabalho, que buscou focar a análise na composição social e ideológica do bolsonarismo, não particularmente na composição do governo Bolsonaro. É importante ter em mente, porém, que as forças armadas representam o valor do autoritarismo presente no bolsonarismo e possui contradições próprias, como entre o alto comando e a base militar, ou entre os militares da ativa e aqueles que se encontram na reserva. Esta contradição se concretizou na demissão em massa do alto comando das forças armadas, sinalizando que as pretensões autoritárias do governo terão dificuldades de avançar ainda mais no seio dos militares da ativa.

13 Talvez o caso mais emblemático de interferência militar nas decisões jurídicas do país tenha sido o posicionamento dos comandantes militares acerca da prisão de Lula, que se valeram das redes sociais como forma de impedir a liberdade do ex-presidente e sua participação nas eleições de 2018.

aparentemente estão mais atraídos pela antiga centro-direita (DEM e PSDB) do que por projetos de desenvolvimento com a participação do Estado.

Isso posto, dado o enraizamento social, a capacidade de formulação, o “recall” eleitoral, a figura de Lula e o apoio da população mais pobre, o petismo segue como a principal força política capaz de organizar a resistência ao bolsonarismo fora do campo neoliberal. A retomada da elegibilidade de Lula através da anulação das condenações proferidas pela justiça de Curitiba foi capaz de reorganizar novamente a disputa política, reforçando a nova polarização Bolsonarismo x Lulismo.

Enquanto na antiga polarização PT vs PSDB o desafio era a ampliação ao centro do espectro político, a polarização atual assume a forma de uma espécie de “guerra de trincheiras”, onde o primeiro objetivo é manter sua base coesionada até o próximo enfrentamento eleitoral. A disputa pelo “terço restante” da população deverá se pautar mais em sentimentos negativos (antibolsonarismo vs antiesquerdismo) do que por movimentos claros de aproximação com o centro por ambos os polos, ao menos até 2022.

Portanto, apesar de suas aparentes fragilidades e contradições, tanto o petismo (e o “lulismo”) como o bolsonarismo seguem como os polos que organizam a política brasileira atualmente. A busca por uma “terceira via” está presente e pode ganhar força no campo da direita tradicional, onde João Dória, Luciano Huck, Luiz Henrique Mandetta, Ciro Gomes e Sérgio Moro disputam espaço. Mas o sucesso dessas articulações dependerá do fracasso de algum dos polos de manter sua base coesionada e suas principais lideranças competitivas.

6. Considerações finais

Na falta de melhor interlocutor, Bolsonaro segue representando e dando voz a indivíduos e setores sociais que até pouco tempo se sentiam silenciados. Recentemente, sua postura contrária ao isolamento social em tempos de pandemia dialoga bem com os pequenos empresários e setores dos trabalhadores autônomos e precarizados, que temem miséria que se aproxima com a paralisação da economia. Por estar no governo, Bolsonaro ainda pode ser capaz de angariar apoio dos mais pobres, devido as medidas de suporte econômico aprovadas pelo Congresso Nacional, mas capitalizadas politicamente pelo governo.

Neste sentido, parece pouco provável que o governo Bolsonaro seja substituído no curto prazo. Isso se explica em parte pelo medo de retorno do petismo, que leva a base bolsonarista (inclusive a ala militar) a se manter fiel ao governo. No entanto, caso o governo se prove de fato inviável, a base bolsonarista parece firme e resiliente, restando saber quem será a figura capaz de reunir e recompor em uma única frente os setores sociais, as frações da burguesia e as diferentes frentes ideológicas que Bolsonaro hoje representa.

REFERÊNCIAS

ABRANCHES, Sérgio. **Presidencialismo de Coalizão: Raízes e evolução do modelo Político Brasileiro**. São Paulo: Companhia das Letras, 2018.

AVRITZER, Leonardo. A crise do bolsonarismo. **IHU Unisinos**, 09 abr . 2020. Disponível em: <http://www.ihu.unisinos.br/78-noticias/597926-a-cri-se-do-bolsonarismo>.

BOGHOSIAN, Bruno. Ricos e escolarizados são os que mais rejeitam atuação de Bolsonaro na crise, diz Datafolha. Brasília, **Folha de São Paulo**, 24 mar. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2020/03/ricos-e-escolarizados-sao-os-que-mais-rejeitam-atuacao-de-bolsonaro-na-cri-se-diz-datafolha.shtml>

BOITO JR., Armando. As bases políticas do neodesenvolvimentismo. **Artigo apresentado na edição de 2012 do Fórum Econômico da FGV / São Paulo**. 2012. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/16866/Painel%203%20-%20Novo%20Desenv%20BR%20-%20Boito%20-%20Bases%20Pol%20Neodesenv%20-%20PAPER.pdf>

BOITO JR., Armando. A crise política do neodesenvolvimentismo e a instabilidade da democracia. **Crítica Marxista**, n. 42, p. 155-162, 2016.

CABALLERO, Miguel. et al. Cidades ‘classe C’ mudam perfil político e se afastam da esquerda. **Globo**, Rio de Janeiro, 14 out. 2018. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/brasil/cidades-classe-mudam-perfil-politico-se-afastam-da-esquerda-23154436>

CEMEC. **Empresas recuperam rentabilidade, mas investimentos dependem de aprovação de reformas**. São Paulo: FIPE. Nota CEMEC 02/2019, fev. 2019. Disponível em <http://cemecfipe.org.br/wp-content/uploads/2018/02/NOTA-CEMEC-02-2019.pdf>

MAIA, Gustavo. PT é o partido preferido por 19% dos brasileiros, diz CNI/Ibope. Brasília: **UOL**, 13 mar. 2018. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/politica/eleicoes/2018/noticias/2018/03/13/pt-e-o-partido-preferido-dos-brasileiros-seguido-por-mdb-e-psdb-diz-ibope.htm>

DATAFOLHA. Preferência por PT é mais alta desde campanha de reeleição de Dilma. São Paulo, **Datafolha** (Opinião Pública), 27 jun. 2017. Disponível em: <http://datafolha.folha.uol.com.br/opiniaopublica/2017/06/1896380-preferencia-por-pt-e-mais-alta-desde-campanha-de-reeleicao-de-dilma.shtml>

FOLHA. Após reprovação recorde, Temer encerra governo com rejeição em queda, mostra **Datafolha**. São Paulo, Folha de São Paulo, 27 dez. 2018. Disponível em <https://www1.folha.uol.com.br/poder/2018/12/apos-reprovacao-recorde-temer-encerra-governo-com-rejeicao-em-queda.shtml>

GLOBO. Geografia do voto: Bolsonaro domina votação no Sul, Sudeste e avança rumo ao Norte. **Globo**, 08 out. 2018. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/brasil/geografia-do-voto-bolsonaro-domina-votacao-no-sul-sudeste-avanca-rumo-ao-norte-23138972>

GONÇALVES, Eduardo. Madeireiros usam discurso do governo Bolsonaro para intimidar Ibama. **Veja**, 16 ago. 2019. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/politica/madeireiros-usam-discurso-do-governo-bolsonaro-para-intimidar-ibama/>

MELLO, G. S.; ROSSI, P. L. Do industrialismo a austeridade: a política macro dos governos Dilma. In: CARNEIRO, R. (org.) *et al.* **Para além da política econômica**. São Paulo: Editora Unesp Digital, 2018. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/para-alem-da-politica-economica.pdf>

MCCHESENEY, Robert W.; NICHOLS, John. **How the Money-and-Media Election Complex Is Destroying America**. New York: Nation Books, 2013.

NOBRE, Marcos. **Imobilismo em movimento**: da redemocratização ao Governo Dilma. São Paulo: Companhia das Letras, 2013.

PHILLIPS, DOM. Brazil's right on the rise as anger grows over scandal and corruption. **The Guardian** [s.l], 26 jul. 2017. Disponível em: <https://www.theguardian.com/world/2017/jul/26/brazil-rightwing-dilma-rousseff-lula>

PINTO, E. C. *et al.* A guerra de todos contra todos e a lava jato: a crise brasileira e a vitória do capitão Jair Bolsonaro. São Paulo: **Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política**, n. 57, p. 107-147, set./dez. 2019. Disponível em: <http://www.revistasep.org.br/index.php/SEP/article/view/547>

QUADROS, Waldir. **Paralisia econômica, retrocesso social e eleições**. Texto para discussão: IE-UNICAMP, n. 249. Campinas: jan. 2015.

RICUPERO, Bernardo. Notas sobre bonapartismo, o fascismo e o Bolsonarismo. **Jornal GGN**, 14 dez. 2019. Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2019/05/27/politica/1558984346_871600.html

MCCHESENEY, Robert.; NICOLS, Johns. **Dollarocracy: How the Money and Media Election Complex Is Destroying America**. New York: Nation Books, 2013.

SAAD-FILHO, A. Varieties of Neoliberalism in Brazil (2003–2019). **Latin American Perspectives**, v. 47, n. 1, p. 9-27, 2020. <https://doi.org/10.1177/0094582X19881968>

SOUZA, A. P. Reflexões sobre o Bolsonarismo. **Le monde diplomatique Brasil**, acervo online, 25 out. 2018. Disponível em: <https://diplomatique.org.br/reflexoes-sobre-o-bolsonarismo/>

SINGER, André. **Os sentidos do Lulismo**: reforma gradual e pacto conservador. São Paulo: Companhia das Letras, 2012.

SINGER, André. Cutucando onças com varas curtas: o ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). **Novos estud. CEBRAP** [online]. n. 102, p. 39-67, 2015. [cited 2020-04-26], Available from: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002015000200039&lng=en&nrm=iso. ISSN 0101-3300. <https://doi.org/10.25091/s0101-3300201500020004>.

SINGER, André. **O lulismo em crise**: um quebra-cabeça do período Dilma (2011-2016). São Paulo: Companhia das Letras, 2018.

UOL. Aécio Neves foi gravado pedindo R\$ 2 milhões a dono da JBS, diz jornal. **UOL**, 17 maio 2017. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/politica/ultimas-noticias/2017/05/17/aecio-neves-e-gravado-pedindo-r-2-milhoes-a-dono-da-jbs-diz-jornal.htm>

URIBE, Gustavo; PUPO, Fábio. Bolsonaro cobra Guedes a entregar crescimento mínimo de 2% neste ano. São Paulo: **Folha de São Paulo**, 21 fev. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/02/bolsonaro-cobra-guedes-a-entregar-crescimento-minimo-de-2-neste-ano.shtml>

VEJA. Bolsonaro e Haddad empatam tecnicamente em disputa no segundo turno. Veja, 06 out. 2018. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/politica/bolsonaro-e-haddad-empatam-tecnicamente-em-disputa-no-segundo-turno/>

PARTE 3
DEBATES TEÓRICOS

CAPÍTULO 11

PANDEMIA, EMISSÃO DE MOEDA E DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL: uma contribuição para o debate

Pedro Paulo Zahluth Bastos¹

1. Pandemia, moeda e dívida: o que está em debate?

A crise provocada pela pandemia provocou um consenso raro entre os economistas brasileiros: quase todos admitem que o governo deve gastar mais do que arrecada, ou seja, ter déficit público para combater a crise econômica e de saúde pública. Mesmo aqueles que por anos alegaram que “o dinheiro acabou” e que a economia podia se recuperar sem gasto público deficitário subitamente mudaram de posição.

O consenso desaparece quanto ao modo de financiar o déficit a curto prazo, para não falar do longo prazo. Enquanto alguns aceitam a emissão de dívida pública, mas defendem também a emissão monetária, outros alegam que a emissão monetária – a compra de emissões primárias de títulos públicos pelo Banco Central – deve ser descartada porque, se fizer diferença, é para pior, porque vai virar dívida pública de qualquer modo através das operações compromissadas, um mecanismo que explicarei em breve.²

Vou defender que emitir moeda para financiar o gasto deficitário faz diferença para melhor, pois a demanda por papel moeda em poder do público (PMPP) não é fixa. Embora o papel-moeda seja um passivo do governo, é um passivo com custo desprezível (ou negativo, em caso de inflação). Os dados disponíveis até o final de maio de 2020 mostram que a demanda por PMPP aumentou depois que o governo passou a gastar recursos da Conta Única do Tesouro Nacional (CUTN), por motivos a serem discutidos adiante. No entanto, os dados indicam que também há limites para o crescimento do PMPP. Disto resulta que, a depender do montante, parte significativa da expansão da

1 O texto é uma versão mais complexa, longa e com dados atualizados até o final de maio de um artigo de divulgação científica publicado no site da Carta Maior em 18 de maio de 2020: Bastos (2020b).

2 Os autores desfavoráveis à emissão serão discutidos em breve. Para autores favoráveis, ver por exemplo Bastos (2020a), Bastos & Belluzzo (2020a), Bolle, M. et al (2020), Bresser-Pereira (2020), Marconi (2020), Resende (2020) e Resende & Terra (2020).

liquidez gerada pelo déficit público tende a se transformar em dívida pública através de operações compromissadas.

De todo modo, cabe discutir se a parte do poder de compra criado pelo déficit público que se tornar reserva bancária pode ser absorvida com custo fiscal menor do que com lançamento de títulos da dívida pública, através de depósitos compulsórios e, principalmente, outras formas de gestão das reservas bancárias propostas recentemente no debate internacional. Logo, não devemos aceitar a priori tabus inscritos na Constituição de 1988 para forçar o governo a gastar apenas se obtiver recursos através de impostos ou dívida.

Para que se entenda a controvérsia, é preciso saber que o Banco Central do Brasil (BCB) faz política monetária fixando uma meta para a taxa de juros primária ou básica, a taxa do SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia). Esta taxa é estipulada em termos de um ano, e serve para calcular o custo do empréstimo por um dia (*overnight*) de reservas bancárias. Os bancos mantêm um encaixe técnico nas agências (fora do Banco Central) para atender a demandas de saque pelos clientes, e reservas bancárias em contas no Banco Central para cobrir compensação de cheques e ordens de transferência eletrônica.

Reservas excedentes podem ser emprestadas para outros bancos no chamado mercado interbancário. É a taxa de juros dos empréstimos interbancários que o BCB busca influenciar ao definir a taxa SELIC. A cada dia, alguns bancos têm entradas (saídas) maiores que as saídas (entradas) de recursos como resultado de suas decisões de empréstimo e das decisões de seus correntistas de gastar depósitos em favor de terceiros, com saques de papel-moeda ou transferências financeiras. As posições superavitárias e deficitárias podem ser liquidadas com empréstimos interbancários.

Um excesso de reservas bancárias tende a reduzir as taxas de juros dos empréstimos interbancários para baixo da meta da taxa SELIC. O Banco Central evita isto ao tomar emprestado reservas bancárias através de Operações Compromissadas, chamadas assim porque os bancos recebem do BCB, em troca, títulos públicos com um compromisso de revenda (concomitante ao compromisso de recompra pelo vendedor, o BCB) por um prazo que varia entre 1 a 210 dias.³

3 As operações mais comuns são as diárias, mas o maior estoque em valor é das operações com o prazo de duas semanas a três meses (especialmente as de 45 dias entre as reuniões do Copom), tendo menor volume as operações entre 90 e 210 dias. Vários tipos de títulos públicos podem ser usados nestas operações, cuja rentabilidade tende a ser prefixada à taxa SELIC, aproximando-se das Letras Financeiras do Tesouro (LFT), títulos de rentabilidade pós-fixada definida pela taxa SELIC. Enquanto os juros das LFT são “pós-fixados”, ou seja, podem variar de acordo com as decisões do COPOM, os juros das operações compromissadas tendem a ser prefixados de acordo com a taxa da SELIC vigente no momento da operação. Outros títulos públicos são pós-fixados como a LFT, mas de acordo com outros índices de atualização, como as Notas

As operações compromissadas têm uma taxa de juros ligeiramente menor do que a SELIC quando um banco comercial deposita reservas no BCB, e uma taxa de juros ligeiramente maior quando um banco entrega títulos para o BCB em troca de reservas. Os juros dos empréstimos interbancários oscilam entre o piso e o teto definido pelo BCB, tendendo ao centro que é a meta do SELIC.⁴

A meta de taxa de juros SELIC é a principal decisão de política monetária, já que o BCB procura controlar a inflação ao afetar a decisão bancária de oferta de crédito (quantidade e preço) ao definir a taxa básica. A suposição teórica é que a elevação (redução) da inflação resulta do excesso de ocupação (desocupação) da capacidade produtiva da economia (o chamado produto potencial). Assim, a elevação (redução) dos juros básicos busca conter (estimular) a demanda para desocupar (ocupar) a capacidade e influenciar as expectativas de inflação. A taxa de juros também pode influenciar a taxa de câmbio e, através do custo das importações e do passivo externo das empresas, a inflação.⁵

Qual o principal mecanismo de transmissão dos juros básicos para o crédito bancário? Ora, ao emprestar dinheiro, os bancos ganham por causa da diferença (spread) entre o custo de contratação de passivos bancários (e eventualmente o custo de captação de reservas bancárias, que é a SELIC) e a taxa de juros cobrada nos empréstimos. É claro que ganham ainda mais quando captam recursos a custo zero com depósitos à vista não remunerados. De todo modo, quando o banco central aumenta a taxa básica, o objetivo é desincentivar a oferta de crédito, pois os bancos que emprestarem demais podem precisar de reservas no final do dia, arcando com um custo maior no curto prazo. Como, em seguida, os juros para quem toma empréstimos nos bancos também tende a aumentar, outra ideia do banco central é desincentivar a demanda de crédito (se tomadores reagirem negativamente aos juros mais elevados). Já quando o banco central reduz a meta SELIC, ele quer o contrário, ou seja, incentivar a oferta e a demanda de crédito.

Entendido isto, é possível compreender melhor a controvérsia sobre emissão de dívida pública ou emissão monetária para financiar o déficit público, que repete alguns anos depois uma controvérsia internacional semelhante.

do Tesouro Nacional (NTN) indexadas ao IPCA, IGP-M, Dólar e TR. Para detalhes sobre as operações, ver Berger (2015) e Bonfim (2017).

4 No último relatório de Mercado Aberto divulgado pelo BCB, em 27 de maio de 2020, referente às operações de abril de 2020, as operações compromissadas no *overnight* tomaram recursos com taxas que oscilaram entre 3,55% e 3,65%, enquanto a SELIC estava fixada à taxa de 3,75%. Uma única e pequena operação doadora de reserva foi feita com a taxa de 3,75% em 28/04, ou seja, o teto foi o próprio centro da meta. Ver <https://www.bcb.gov.br/acesoinformacao/legado?url=https:%2F%2Fwww.bcb.gov.br%2Fhtms%2Ffinfecon%2Fdemab%2Fma202004%2Findex.asp>.

5 No Relatório de Inflação publicado pelo BCB em junho de 1999 para explicar o funcionamento do regime de metas de inflação, são explicados mecanismos de transmissão além do crédito, como as expectativas de inflação, o preço dos ativos e a taxa de câmbio, como é praxe na bibliografia: BCB (1999, p. 89-91).

2. O debate internacional sobre “dinheiro de helicóptero”

O debate internacional ocorreu quando, depois da crise financeira global de 2008-9, vários economistas rediscutiram a proposta feita para combater a depressão japonesa pelo presidente do Federal Reserve, Ben Bernanke, quando ainda era professor de Princeton em 1999: emitir moeda para financiar transferências para os cidadãos japoneses, não necessariamente através de um corte de impostos (BERNANKE, 1999, p. 21-2). Assim, Bernanke conferia conteúdo prático à metáfora do “dinheiro de helicóptero”, sugerida por Milton Friedman (1969, p. 4-5) ao cogitar sobre a transferência direta de dinheiro emitido pelo banco central para os cidadãos. Já como diretor do FED, Bernanke reelaboraria a proposta (BERNANKE, 2002), abordada também por Eric Lonergan (2002) e William Buiter (2003). Em dezembro de 2008, Lonergan (2008) reiteraria a proposta em artigo no Financial Times, recebendo em seguida o endosso do colunista Martin Wolf (2008).

Bernanke enfatizou que o papel moeda tem custo fiscal desprezível se comparado com a dívida pública e que não seria convertido (pelo menos inteiramente) em reservas bancárias ou poupanças, mas gasto pelos cidadãos. Caso estimulasse o gasto a ponto de gerar inclusive alguma inflação, isso não seria um fracasso, mas um sucesso: a emissão monetária seria bem-sucedida em superar a recessão e a deflação, o que reduziria ainda mais o custo fiscal (pelo chamado imposto inflacionário e pela elevação da arrecadação fiscal). Lonergan procurou enfatizar o efeito de desconcentração da distribuição de renda inerente às transferências monetárias para cidadãos, principalmente se comparadas à dívida pública ou à facilitação quantitativa, ou seja, a emissão para comprar ativos financeiros nos bancos privados ou nos mercados secundários (ver também LONERGAN; BLYTH, 2014).

Em suma, o argumento favorável é que a demanda por papel moeda em poder do público (PMPP) não é fixa e, portanto, a emissão monetária não vai se transformar inteiramente em reservas bancárias nem ser poupada “debaixo do colchão”. Ao aumentar a renda dos cidadãos, a transferência governamental tende a estimular a demanda agregada, a arrecadação de impostos e os preços, além de desconcentrar a distribuição de renda. O impacto favorável sobre o PIB e a relação dívida pública/PIB tende a ser tanto maior quanto menor a renda prévia dos cidadãos que receberem a transferência governamental (tendo maior a propensão a consumir), e quanto maior a tendência em usar papel-moeda ao invés de reservas bancárias. Mesmo que o uso de cheques e transferências bancárias seja mais comum do que no Brasil, contudo, o crescimento da renda agregada e da circulação de moeda escritural (troca de titularidade de depósitos) pode estimular os bancos a expandir o crédito e diminuir as reservas bancárias excedentes.

A reação do sistema político variou no mundo, mas em geral sem efeitos práticos. Na União Europeia, 18 deputados do Parlamento Europeu assinaram uma carta propondo (sem sucesso) a emissão monetária destinada aos cidadãos em 2016 (JOURDAN, 2016). O presidente do Banco Central Europeu (BCE), Mario Draghi (2016), afirmou que “o dinheiro de helicóptero é um conceito muito interessante”, enquanto o economista-chefe do BCE, Peter Praet (2016), opinou “que todos os Banco Centrais podem fazer. Emitir dinheiro e distribuir para o povo”, sem que o BCE caminhasse nesta direção.

Contrariamente à emissão monetária para os cidadãos, o presidente do Banco Central da Índia, Raghuram Rajan, considerou que os agentes econômicos provavelmente poupariam as transferências monetárias recebidas (RAO; STROHECKER 2016), um argumento não repetido no Brasil, ao contrário dos outros dois.

O segundo argumento contrário é que a oferta de moeda elevaria as reservas bancárias, induzindo o banco central a lançar títulos públicos para evitar a redução de juros nos empréstimos interbancários, como descrito anteriormente. Ao fim e ao cabo, não haveria como evitar o crescimento da dívida pública na mesma proporção (BORIO *et al.*, 2016).

O terceiro argumento é a hipótese catastrófica de que transferências monetárias para os cidadãos acabariam provocando total desconfiança quanto à moeda e sua substituição por moedas estrangeiras ou ouro (KOO, 2016). Defendida pelo economista chefe da Nomura, Richard Koo, afirma não ser preciso recorrer à emissão monetária, pois só haveria limites para o endividamento público em condições normais nas quais a competição por “poupanças” reais (“fundos emprestáveis escassos”) elevaria taxas de juros e produziria crise fiscal, forçando a austeridade. Na situação de excesso de poupança e taxas de juros negativas, o déficit público poderia aumentar sem gerar crise fiscal.⁶

A eclosão da pandemia reacendeu o debate (JOURDAN, 2020; SANDBU, 2020) e terminou de empurrar a taxa básica de juros nos países desenvolvidos para o terreno negativo (real ou nominalmente). O que é mais importante ainda, a pandemia levou o primeiro grande banco central, o Banco da Inglaterra, a iniciar o financiamento monetário do déficit público (GILES; GEORGIADIS, 2020). Ora, o contexto global certamente influenciou o debate brasileiro, embora esse não citasse o debate internacional alguns anos antes.

6 Koo opina pela existência de uma recessão provocada por desequilíbrio patrimonial e excesso de dívidas, mas sua conclusão é próxima da hipótese mais comum de estagnação secular. Para uma crítica teórica, ver Bastos & Belluzzo (2020b), e para uma crítica da noção de limite para a dívida soberana em moeda local, ver Bastos (2016).

3. As objeções à emissão monetária não consideram variáveis importantes

No debate brasileiro, as três principais posições contrárias à emissão monetária são as seguintes:

- 1) A emissão só faz diferença (em relação à dívida pública) se reduzir taxas de juros, e apenas *caso* o Banco Central do Brasil (BCB) abandone a meta de taxa de juros SELIC que é o instrumento principal da política monetária, principalmente em um regime de metas de inflação (RMI). O debate deve se deslocar, portanto, para a questão sobre se é válido descartar o regime de metas. Esta é a posição de Samuel Pessoa (2020), que alega que o mesmo efeito pretendido pela emissão monetária poderia ser produzido com uma simples redução da taxa de juros mantido o RMI, e de José Oreiro (2020), a favor da suspensão do RMI.⁷
- 2) O mesmo argumento acima, com a diferença de que se aposta que o BCB *não vai* abandonar a meta de taxa de juros SELIC (nem mudar a meta para baixo, reduzindo a SELIC) em resposta à emissão monetária. O ex-ministro Nelson Barbosa (2020a) defendeu a posição segundo a qual o BCB enxugaria o excesso de reservas bancárias (gerado pela emissão monetária) com operações compromissadas nas quais troca títulos públicos pelas reservas bancárias excedentes, como descrito acima e defendido no debate internacional por Borio *et al.* (2016). Logo, a emissão teria o mesmo custo fiscal e, portanto, não faria diferença em relação à dívida pública, mas só geraria confusão.⁸
- 3) A emissão monetária faria diferença sim, mas para pior, pois colocaria a perder décadas de reconstrução da credibilidade quanto à defesa do valor da moeda (combate à inflação), a responsabilidade fiscal e a independência do BCB (ao jogar juros SELIC a zero). Isso geraria desconfiança quanto à moeda e sua substituição por moedas estrangeiras, com grande fuga de capitais. Esta é a hipótese de Marcos Mendes (2020), semelhante à de Koo (2016) no debate internacional.

7 Embora defendam a autorização do financiamento monetário do déficit público, Bastos & Belluzzo (2020a) propuseram também “dar liquidez ao mercado financeiro reduzindo fortemente a taxa de juros básica, o que teria também o efeito benéfico de reduzir o custo financeiro da dívida pública (inclusive operações compromissadas).”

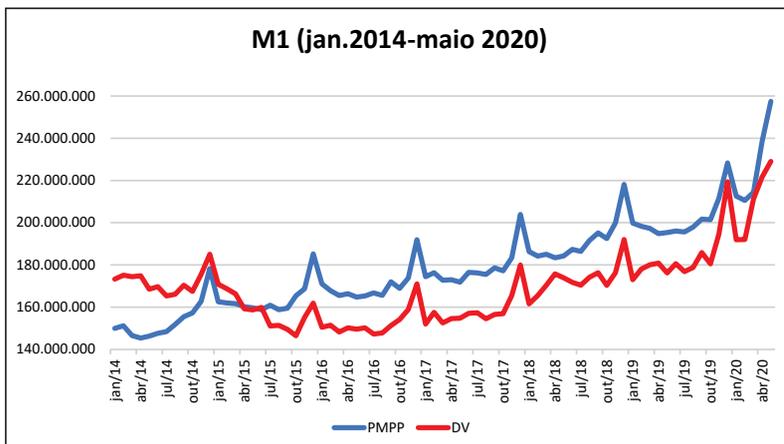
8 Nas palavras de Serrano (2020): “Outro problema é a ideia confusa de que o Banco Central deve passar a ‘imprimir dinheiro’... Mas, ao contrário do que muitos pensam, tal mudança por si só não faria muita diferença... Não faz a menor diferença em termos macroeconômicos.”

Vou discutir dois problemas das duas primeiras posições. Economicamente, as críticas ignoram o impacto favorável da emissão monetária sobre os custos de financiamento do Tesouro. Também desconsideram opções sem custo fiscal para enxugar a liquidez excedente criada pela emissão. Ademais, a emissão quebra tabus ideológicos que Mendes parece querer manter. No que se segue, abordo apenas a emissão monetária para compra de títulos públicos novos, ou seja, não vou discutir o impacto positivo da chamada “facilitação quantitativa” – a compra de títulos públicos pelo BCB no mercado secundário – sobre a redução do custo fiscal da dívida pública, a diminuição de juros de longo prazo e a contenção de perdas de capital.

As duas primeiras posições supõem que tanto a moeda quanto o título de dívida pública têm o mesmo custo fiscal, mas isso não é verdade nem a curto nem a longo prazo. A curto prazo, a questão é que a base monetária criada pela emissão será parcialmente retida como papel moeda em poder do público (PMPP) e como encaixe técnico dos bancos, sem necessariamente se transformar em reserva bancária, como suposto por Samuel Pessoa, Nelson Barbosa e, depois, Oreiro (2020) e Serrano (2020). Quando não se transforma em reserva bancária, não pode se transformar em operação compromissada e, portanto, não tem custo fiscal.

Isto faz uma diferença significativa, pois dos dois componentes dos meios de pagamento restritos (M1), o PMPP é *sistematicamente* maior do que os depósitos à vista (DV). O gráfico a seguir mostra o comportamento desde 2014 denotando uma nova relação, com relativa estabilidade, entre PMPP e DV desde o último trimestre de 2015 até 2020.

Gráfico 1 – Meios de pagamento (M1): Papel-Moeda e Depósitos à Vista (2014-2020) em bilhões (R\$)



Fonte: BCB - Sistema Gerenciador de Séries Temporais.

Com maior refinamento do que Pessoa e Barbosa, Pimentel & Martins (2020) também criticam a emissão monetária usando a cláusula *ceteris paribus*, ou seja, supondo que tudo o mais fica constante depois da emissão monetária. O problema é que a cláusula leva a conclusões enganosas, pois no fundo supõe estabilidade da demanda *absoluta* por papel moeda. Neste caso irrealista, o aumento da base monetária tenderia a ser inteiramente transformado em reservas bancárias excedentes, levando em seguida ao aumento da dívida pública através de operações compromissadas. O problema é que, como vimos, os dados históricos não mostram estabilidade da demanda *absoluta* por papel moeda, e sim uma relativa estabilidade *da proporção* entre papel moeda e depósitos à vista pelo menos desde 2015. Entre maio de 2014 e maio de 2020, o PMPP não ficou constante e sim cresceu 76%, ou R\$ 111 bilhões.

Ademais, assim como na crise iniciada em 2015, recentemente a participação do PMPP aumentou ao invés de diminuir. Em março de 2020, o PMPP totalizava R\$ 214 bilhões, enquanto os depósitos à vista somavam R\$ 211 bilhões. Em maio, o PMPP cresceu para R\$ 257,5 bilhões, enquanto os depósitos à vista apenas para R\$ 229 bilhões. Isto é, nada menos do que 71% do aumento de M1 se concentrou em PMPP. Ademais, a demanda por papel moeda cresceu além da oferta, levando o BCB a aumentar o papel-moeda emitido (PME) em maio diante de reclamações de escassez.⁹ Se a oferta adequada estivesse disponível mais rapidamente, é possível que o PMPP tivesse aumentado até mais no período. Como explicar isso?

Uma hipótese verossímil é que o aumento do desemprego e da informalidade tende a ampliar a demanda relativa por PMPP, à medida que o número de trabalhadores e empresas “desbancarizados” tende a crescer nas crises. Isso pode ajudar a explicar também o aumento da proporção do PMPP em 2015. Hoje em dia, com juros baixos e uma parcela crescente de trabalhadores desempregados ou informais, e de empresas à beira da falência, é pouco provável que haja uma corrida para usar mais cheques e transferências financeiras, mesmo que não se pagasse tarifas bancárias por isso.

Quando o gasto público se direciona para sustentar a renda de trabalhadores informais e desempregados, portanto, é menos provável que seja retido como depósito à vista. A hipótese vai na direção das pesquisas realizadas pelo Banco Central para avaliar o uso de papel-moeda e outras formas de pagamento (BCB, 2018). Elas atestam que o papel-moeda continua sendo, de longe, a forma de pagamento mais popular no Brasil, seja entre consumidores, seja entre comerciantes, mesmo em cidades acima de 100 mil habitantes (o campo da pesquisa). É provável que seja ainda mais popular em cidades

9 Tomazelli, 2020. Naturalmente, a emissão monetária discutida no texto não deve ser confundida com a mera impressão de cédulas.

menores. Ademais, as pesquisas do BC mostram que quanto menor o valor unitário gasto, maior é o uso de papel moeda. As filas para saque do auxílio emergencial apontam na mesma direção.¹⁰

Embora menos relevante do que o PMPP, também não é desprezível a demanda de encaixe técnico nos bancos (papel moeda nas agências). Assim como o aumento da demanda por PMPP induz o aumento do PME e da base monetária, o aumento dos depósitos à vista induz o aumento do encaixe técnico (para atender a demandas de saques) e das reservas bancárias desejadas (para atender a demandas de cheques e transferências).¹¹ Neste sentido, a tabela seguinte apresenta os dados de base monetária e M1 de janeiro a maio de 2020, assim como a relação entre encaixe técnico (ET) e reservas bancárias (RB), de um lado, e depósitos à vista (DV), de outro.

Tabela 1 – Base monetária e M1: componentes e relações (jan-maio. 2020) milhões (R\$)

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Base Monetária	317 959	303 197	307 560	336 684	368 063
PME	257 445	259 345	259 536	291 215	315 118
RB	60 515	43 853	48 024	45 469	52 945
PMPP	212 569	210 556	214 491	238 723	257 476
ET	44 876	48 788	45 045	52 492	57 641
DV	191 982	192 003	211 293	221 678	229 065
ET/DV	0,23	0,25	0,21	0,24	0,25
ET+RB/DV	0,55	0,48	0,44	0,44	0,48

Fonte: BCB. Elaboração própria (<https://www.bcb.gov.br/estatisticas/indicadoresselecionados>.)

Os dados empíricos e o argumento teórico neste texto não querem dizer que todo o aumento do déficit público (despesas líquidas da Conta do Tesouro Nacional) possa ser retido como PMPP, encaixe técnico ou reservas bancárias desejadas, sem custo fiscal associado ao controle da liquidez indesejada. Os dados dos fatores condicionantes da base monetária entre março e maio

10 A estimativa é que 70% dos beneficiários do Bolsa Família não têm conta bancária, o que pode ser uma proxy (supestimada) do caso para o auxílio emergencial (TOMAZELLI, 2020).

11 A suposição teórica é que a oferta de papel-moeda e de meios de pagamentos (moeda escritural) é puxada pela demanda, ainda que os bancos possam atendê-la em diferentes graus em razão da preferência pela liquidez e da avaliação do crédito dos tomadores. Neste sentido, não há um “multiplicador monetário” e sim um “divisor do crédito” (LAVOIE, 2004, p. 55). Como os economistas pós-keynesianos vêm afirmando muito antes de o argumento tornar-se moeda corrente no debate acadêmico, os bancos centrais operam fixando a taxa básica de juros e não a oferta de moeda. Ver em especial a boa síntese de Lavoie (2014, cap. 4) e, para a política monetária, Bindseil (2014). Em português, o manual pioneiro supondo oferta de moeda endógena é de Fernando Nogueira da Costa (1999).

de 2020, apresentados na tabela a seguir, refutam esta hipótese extrema. Quer-se dizer apenas que, como a demanda por PMPP não é fixa, nem todo o déficit público (sobretudo quando materializado em transferências monetárias para cidadãos vulneráveis) se transforma em reserva bancária excedente, ou melhor, operação compromissada com custo fiscal. A depender do perfil e do montante do déficit público, uma parte importante tende a ser retida como PMPP e encaixe técnico (ou seja, como PME) sem custo fiscal e, se os depósitos à vista aumentarem, como reserva bancária desejada. Como o debate diz respeito sobretudo à emissão monetária para os cidadãos, e como no Brasil tanto eles quanto o comércio têm mais demanda por PMPP do que grandes empresas, o resultado é relevante e deve ser objeto de mais pesquisas.

Tabela 2

Fatores condicionantes da base monetária										
Fluxos acumulados no mês (R\$ milhões)										
Período	Conta do Tesouro Nacional	Operações com títulos públicos federais			Operações do setor externo	Operações de desconto do Banco Central e LTEL	Depósitos de instituições financeiras	Operações com derivativos – ajustes	Outras contas	Variação da base monetária
		Mercado primário	Mercado secundários	Saldo						
2020	Mat	11.994	124.900	-177.800	-52.901	-7	108.865	31.259	-3.856	4.363
	Abr	103.172	85.493	-98.326	-12.833	1.407	-29.122	8.340	-3.392	29.124
	Mai	108.217	-69.955	-19.489	-89.444	20.580	-17.683	-3.538	-1.235	31.379

Fonte: BCB. Elaboração própria (<https://www.bcb.gov.br/content/indicador/indicadoresselecionados/ie-04.xlsx>).

Em suma, como uma parte importante da expansão da base monetária não vai virar operação compromissada com custo fiscal, a objeção principal ao financiamento monetário do déficit público em geral, e à emissão monetária para os cidadãos em particular, não se sustenta. É claro que é possível que o saldo das aplicações de curto prazo oferecidas pelos bancos para agentes de maior renda aumente, a despeito das baixas taxas de juros, como resultado do aumento da renda privada gerada pelo gasto público deficitário, embora o montante represente provavelmente uma proporção pequena do déficit público. A partir desse saldo, como a preferência pela liquidez ou a aversão ao risco dos bancos pode permanecer elevada por causa da crise, as reservas bancárias excedentes podem crescer, embora seu crescimento seja menor do que o aumento eventual do saldo das aplicações de curto prazo. No entanto, como veremos, se em seguida a política anticíclica tiver êxito e contribuir para a recuperação da economia, a redução da preferência pela liquidez dos agentes econômicos e dos bancos pode ter o efeito inverso sobre as reservas bancárias excedentes, diminuindo o saldo das compromissadas.

De todo modo, o segundo problema da objeção à emissão monetária é que desconsidera opções sem custo fiscal para enxugar a liquidez excedente criada pela emissão. No debate internacional sobre a questão, economistas do BIS notaram que o Estado pode alterar o custo fiscal das reservas bancárias ao modificar a relação entre reservas livres e compulsórias não remuneradas (BORIO *et al.*, 2016). De fato, foi exatamente isto que o BCB fez em março, mas com o resultado oposto. O banco central liberou recolhimentos compulsórios no valor de R\$ 108,1 bilhões, mas compromissadas do BCB aumentaram R\$ 181,8 bilhões em relação a fevereiro, pulando de 13,9% do PIB para 16,3%.

O objetivo do BCB foi aumentar a liquidez bancária em meio à crise global, mas ao invés de induzir os bancos a ampliarem o crédito às empresas e famílias, isto reforçou a expansão do saldo das operações compromissadas à medida que as reservas bancárias excedentes cresceram, dado o aumento da preferência pela liquidez ou a aversão ao risco dos bancos. O empoçamento de liquidez nos bancos é mais um motivo por que, como sugeria Keynes, a expansão de liquidez deveria ser canalizada através do gasto público (e, no Brasil, bancos públicos). Como se diz, pode-se levar um cavalo para beber água, mas não se pode forçá-lo a beber.

O ponto é que a operação reversa pode ocorrer quando o banco central resolver aumentar os depósitos compulsórios não remunerados, reduzindo o custo fiscal das operações compromissadas. No Brasil, contudo, a proposta aventada pelos economistas do BIS é de pouca efetividade, pois apenas os depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista não são remunerados,

representando um volume muito pequeno do total. No entanto, esquemas mais complexos para reduzir o custo fiscal da política monetária já foram propostos. Ao debater a questão, Ben Bernanke (2016) sugeriu que as reservas poderiam ser remuneradas, mas que o custo fiscal poderia ser recuperado através de um imposto compensatório sobre os bancos tendo outro fato gerador que não as reservas bancárias. Preocupado com o caso brasileiro, o economista-chefe para a América Latina da Standard & Poor, Joaquin Cottani, propôs a “conversão em reservas de liquidez mínimas remuneradas à taxa inferior àquela do mercado parte do estoque de repôs (compromissadas) que hoje fazem os bancos com o BCB” (COTTANI 2015).

Ambas as propostas têm um componente fiscal evidente, mas a senhoriagem contemporânea, ou a soberania monetária, está mesmo associada ao poder soberano de impor moeda de curso legal e impostos nela denominados (WRAY, 2000). Assim, taxar os ganhos de “senhoriagem” apropriados pelo sistema bancário privado como depositário de liquidez é plenamente justificável para transferir estes ganhos de volta para o poder público.

De todo modo, a redução da preferência pela liquidez quando a economia se recupera tende a ter o efeito inverso sobre as reservas bancárias excedentes, reduzindo o saldo das operações compromissadas. Reformulando um argumento de Bernanke (2016), os economistas do BIS ressaltaram que “é possível que a demanda por reservas cresça com o tempo até que as reservas excedentes sejam eliminadas” (BORIO *et al.*, 2016). Melhorando seu argumento, a questão é que o custo fiscal indireto trazido pela emissão monetária deve ser comparado *dinamicamente* (e não apenas estaticamente) com a emissão de títulos públicos. Na proporção em que a economia volte a crescer e que o crédito bancário se expanda, a relação compromissadas/PIB tende a cair à medida que a relação crédito novo/PIB aumente, ou seja, conforme a preferência pela liquidez dos bancos diminua.

Tudo o mais constante, a aceleração da taxa de crescimento do PIB reduz a relação dívida pública/PIB, mas, comparativamente, conforme Bernanke, pode *simplesmente eliminar* parte das reservas bancárias excedentes que são a contrapartida das operações compromissadas com o banco central. Ou seja, o saldo das compromissadas pode diminuir ao longo do tempo sem que se incorra nos mesmos custos da amortização (pagamento) de um título público lançado no mercado, pois o banco central simplesmente devolve a reserva bancária em troca do título “compromissado”, emitindo moeda novamente, sem gastar recursos do Tesouro. Comparativamente, o prazo longo de LFTs ou de NTNs lançadas no mercado resulta em custo fiscal pelo tempo inteiro até a amortização (ou rolagem) do título.

4. Quebrando tabus com o dinheiro de helicóptero

Finalmente, há um benefício político e ideológico em recorrer à emissão, que é simétrico à objeção de Marcos Mendes. Mendes parece supor que o aumento da oferta de moeda vai inevitavelmente provocar inflação. Não se sabe exatamente por qual motivo, mas Mendes parece imaginar que o excesso de reservas bancárias vai jogar a taxa SELIC a zero, pressionar a capacidade produtiva ociosa e provocar fuga de capitais.

Se estivesse em questão, jogar a SELIC para zero poderia realmente induzir fuga de capitais e desvalorização cambial ao eliminar o diferencial de rentabilidade em títulos financeiros denominados em reais ou em dólares. Não é prudente propor isto, nem elevar desesperadamente os juros para tentar reverter a fuga para a qualidade em dólares às custas da estabilidade financeira interna.

De todo modo, se a oferta de moeda provocar mesmo um aumento excessivo do crédito no futuro, basta elevar juros ou os depósitos compulsórios para enxugar reservas bancárias sem custo fiscal se e quando o problema surgir. Para alguém que passou a admitir, ainda que a contragosto, o gasto deficitário, para ser coerente Mendes deveria defender a emissão monetária para financiar o déficit agora se quiser limitar o aumento da relação dívida pública/PIB para não forçar mais austeridade depois. Talvez ele não queira ser coerente.

O problema para Mendes e outros do mantra “o dinheiro acabou” é que as regras limitantes para o gasto público e a política monetária defendidas pelo neoliberalismo estão ruindo para qualquer observador atento do debate internacional entre os economistas, como um liberal mais cosmopolita como André Lara Resende (2020) notou recentemente.

A justificativa era que, ao invés de gastar, o governo deveria apenas se preocupar em garantir estabilidade de preços e credibilidade da trajetória da dívida pública porque o mercado faria o resto, assegurando crescimento estável. Politicamente, a função das velhas regras neoliberais é evidente: proteger credores e portadores de riqueza financeira contra o suposto populismo do gasto social para os “preguiçosos” e contra o “racionalismo” dos que planejam investimentos para desenvolver a estrutura produtiva do país (BASTOS, 2015). E assegurar que o governo possa gastar apenas se obtiver recursos através de impostos ou dívida.

A preferência política dos credores da dívida pública virou tabu inscrito no Artigo 164 § 1º da Constituição Federal, que proíbe o Banco Central de financiar diretamente o gasto público através da compra de emissões primárias de títulos públicos. Os credores, sobretudo aqueles da parcela mais rica entre os brasileiros, preferem que o governo gaste se endividando com eles com

a taxa de juros mais alta possível, proibindo a emissão. Ao mesmo tempo, vetam politicamente impostos progressivos. Quando a dívida pública aumenta, a pressão política dos credores se exerce sempre para que o governo corte gastos para mitigar seu próprio medo de calote.

Em suma, detentores de riqueza geralmente alegam que impostos progressivos prejudicam a economia como um todo, e sempre preferem emprestar ao governo com juros elevados a pagar impostos. Podemos rediscutir a questão dos impostos progressivos em breve, mas já ajuda quebrar um outro tabu desde logo.

De fato, ao liberarmos o financiamento monetário do gasto público novo, quebramos um tabu que permite voos até mais altos. Daí, podemos pensar em associar o financiamento monetário do déficit público com o verdadeiro “dinheiro de helicóptero”. Parece claro que a “facilitação quantitativa para o povo” (KALETSKY, 2012; MUELLBAUER, 2014; KARAKAS, 2016) tem maior impacto anticíclico e efeitos distributivos melhores do que a “facilitação quantitativa” clássica, que o BCB foi autorizado a realizar recentemente. E se a birra é com o orçamento público inflado em meio à maior depressão da história brasileira, qual a oposição quanto a emitir dinheiro diretamente para os cidadãos, sobretudo para aqueles que precisam sobreviver e respeitar o isolamento social ao mesmo tempo?

REFERÊNCIAS

BARBOSA, N. Financiamento do Tesouro. **Folha de S. Paulo**, 08 maio 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2020/05/financiamento-do-tesouro.shtml>.

BASTOS, P. P. Z. Austeridade permanente? A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas no Brasil. In: BELLUZZO, Luiz Gonzaga; BASTOS, Pedro Paulo Zahluth (org.). Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff. 1. ed. São Paulo: **Carta Maior**; Friedrich Ebert Stiftung, v. 1, p. 181-312, 2015.

BASTOS, P. P. Z. **Crescimento da dívida pública e política monetária no Brasil (1991-2014)**. Texto para Discussão. IE/Unicamp, Campinas, n. 273, abr. 2016. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/3468/TD273.pdf>.

BASTOS, P. P. Z. Macroeconomia e mercado de trabalho: as principais teorias e o Brasil contemporâneo. **Revista Ciências do Trabalho**, n. 7, 2017.

BASTOS, P. P. Z. Entrevista com Juliana Franco: Ações do governo são muito tímidas, define economista, (2020a) **TV UNICAMP: Direto na Fonte**, 03 abr. 2020. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=6ueBpNCwDv0&feature=youtu.be>.

BASTOS, P.P.Z. Por que é melhor um governo emitir do que endividar-se em uma crise? 2020b. **Carta Maior**, 18 maio 2020. Disponível em: <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Por-que-e-melhor-um-governo-emitir-do-que-endividar-se-em-uma-crise-/7/47534>.

BASTOS, P. P. Z.; BELLUZZO, L. G. Financiamento monetário é arma orçamentária em “guerra” contra a covid-19. 2020a. **Carta Capital**, 12 abr. 2020. Disponível em: <https://www.cartacapital.com.br/opiniao/financiamento-monetario-e-arma-orcamentaria-em-guerra-contra-a-covid-19/>.

BASTOS, P. P. Z.; BELLUZZO, L. G. Capitalismo, neoliberalismo e democracia. 2020b. In: PAULA, L. F.; JABBOUR, E. **Repensar o Brasil**. São Luis: Centro Ignacio Rangel, 2020.

BCB. **Relatório de Inflação**. jun. 1999.

BCB. **O brasileiro e sua relação com o dinheiro**. Pesquisa 2018.

BERGER, P. **Mercado de renda fixa no Brasil: ênfase em títulos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora Interciência, 2015.

BERNANKE, B. **Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?** For presentation at the ASSA meetings, 1999. Boston MA, January 9, 2000. Disponível em: http://www.princeton.edu/~pkrugman/bernanke_paralysis.pdf.

BERNANKE, B. **Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here**, Remarks Before the National Economists Club, Washington/DC, 21 November 2002. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/default.htm#f8>.

BINDSEIL, U. **Monetary Policy Operations and the Financial System**. Oxford: Oxford University Press, 2014.

BOLLE, M. *et al.* Emitindo moeda, o Estado cria poder de compra que antes não existia. **Folha de São Paulo**, 30 abr. 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/04/emitindo-moeda-o-estado-cria-poder-de-compra-que-antes-nao-existia.shtml>.

BONFIM, V. **A demanda por operações compromissadas do BCB como substitutas quase-perfeitas ou em preferência aos títulos públicos**. Monografia de graduação. Orientador: Francisco Lopreato. Campinas: IE-Unicamp, 2017.

BORIO, C.; DISYATAT. Unconventional monetary policies: an appraisal. **The Manchester School**, v. 78, n. s1, p. 53-89, set. 2010.

BORIO, C. *et al.* Helicopter money: The illusion of a free lunch. **VoxEu**, 24 maio 2016. Disponível em: <https://voxeu.org/article/helicopter-money-illusion-free-lunch>.

BRESSER-PEREIRA, L. C. Afinal, emitiremos dinheiro para lutar contra a Covid-19? **Folha de S. Paulo**, 14 maio 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/opiniaio/2020/05/afinal-emitiremos-dinheiro-para-lutar-contra-a-covid-19.shtml>.

BUITER, W. H. **Helicopter money**: irredeemable fiat money and the liquidity trap (No. w10163). National Bureau of Economic Research. 2003.

COSTA, F. N. **Economia Monetária e Financeira**: Uma Abordagem Pluralista. São Paulo: MAKRON Books, 1999. Disponível em: <https://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2012/07/fernando-nogueira-da-costa-economia-monetc3a1ria-e-financeira-uma-abordagem-pluralista-1999.pdf>.

COTTANI, J. Desequilíbrios da economia pedem medidas inovadoras. **Valor**, 28 dez. 2015. Disponível em: <https://valor.globo.com/opiniao/coluna/desequilibrios-da-economia-pedem-medidas-inovadoras.ghtml>.

DRAGHI, M. Helicopter money is a very interesting concept. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Zbb--KxTjWc>. 10 mar. 2016. **Retrieved 5 May 2016** –via YouTube

FRIEDMAN, M. **The Optimum Quantity of Money**. London: Macmillan, 1969.

GILES, C.; GEORGIADIS, P. Bank of England to directly finance UK government's extra spending. **FT**, April 9th, 2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/664c575b-0f54-44e5-ab78-2fd30ef213cb>.

JOURDAN, S. **MEPS Want the ECB to Look at Helicopter Money**. jun. 27, 2016. Disponível em: <https://www.positivemoney.eu/2016/06/meps-urge-ecb-to-review-helicopter-money/>.

JOURDAN, S. Helicopter money as a response to the COVID-19 recession in the Eurozone. Positive Money Europe, mar. 2020. Disponível em: http://www.positivemoney.eu/wpcontent/uploads/2020/03/Helicopter_Money_Covid.pdf.

KALETSKY, A. How about quantitative easing for the people? Disponível em: <http://blogs.reuters.com/anatole-kaletsky/2012/08/01/how-about-quantitative-easing-for-the-people/>. **Reuters**. August 2012.

KARAKAS, C. **Helicopter money**: A cure for what ails the euro area? European Parliament, EPRS - European Parliamentary Research Service, 2016. Disponível em: https://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2018/02/EPRS_helicopter-money.pdf.

KOO, R. Cost-benefit analysis of helicopter money. **Nomura**, 26 July 2016 Disponível em: https://static.nzz.ch/files/0/9/4/Nomura_814907_1.18775094.pdf.

LAVOIE, M. **L'économie postkeynésienne**. Paris : La Découverte, 2004.

LAVOIE, M. **Post-Keynesian Economics: New Foundations**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2014.

LONERGAN, E. Beyond interest rates. **Financial Times**, Sep 09, 2002. Disponível em: <http://www.philosophyofmoney.net/wp-content/uploads/2015/01/Beyond-rates-FT-2002.pdf>.

LONERGAN, E. Central banks need a helicopter. **Financial Times**, 4 December 2008. Disponível em: <http://blogs.ft.com/economistsforum/2008/12/central-banks-need-a-helicopter> ou Disponível em: <http://remington-work.blogspot.com/2008/12/central-banks-need-helicopter.html>.

LONERGAN, E.; BLYTH, M. Print Less but Transfer More: Why Central Banks Should Give Money Directly to the People. **Foreign Affairs**, September/October 2014. Disponível em: <https://www.foreignaffairs.com/articles/united-states/2014-08-11/print-less-transfer-more>.

MARCONI, N. O governo deveria emitir mais moeda para enfrentar a crise econômica? SIM. **Folha de S. Paulo**, 09 maio 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/opinia0/2020/05/o-governo-deveria-emitir-mais-moeda-para-enfrentar-a-crise-economica-sim.shtml>.

MENDES, M. Entenda os custos da monetização. **Folha de S. Paulo**, 04 maio 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/marcos-mendes/2020/05/entenda-os-custos-da-monetizacao.shtml>.

MUELLBAUER, J. Combatting Eurozone deflation: QE for the people. **CEPR's Policy Portal**, 23 dec. 2014.

OREIRO, J. L. A Institucionalidade peculiar da relação entre o Banco Central e o **Tesouro Nacional no Brasil**, 09 maio 2020. Disponível em: <https://jlcoreiro.wordpress.com/2020/05/09/a-institucionalidade-peculiar-da-relacao-entre-o-banco-central-e-o-tesouro-nacional-no-brasil/>.

PESSÔA, S. Imprimir dinheiro contra a crise? **Folha de S. Paulo**, 03 maio 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/samuel-pessoa/2020/05/imprimir-dinheiro-contr-a-crise.shtml?origin=uol>

PIMENTEL, K.; MARTINS, N. **Financiamento do gasto público, controle da(s) taxa(s) de juros e a dívida pública**. Rio de Janeiro: UFRJ, Maio de 2020. Disponível em: <https://tinyurl.com/ybq6nhuf>.

PRAET, P. **Interview with La Repubblica**, 18 March 2016 Disponível em: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160318.en.html>

RAO; STROHECKER. Indian central bank governor says helicopter money no panacea. **Reuters**, maio 10, 2016. Disponível em: <https://reut.rs/2YwbzDd>.

RESENDE. M. F.; TERRA, Fábio. Estado, mercado, Keynes e a equipe econômica, **Carta Maior**, 16 abr. 2020. Disponível em: <https://www.cartamaior.com.br/?/Editoria/Economia-Politica/Estado-mercado-Keynes-e-a-equipe-economica/7/47202>.

RESENDE, A. L. Crise exige superar equívocos sobre emissão de moeda e dívida pública. **Folha de S. Paulo**, 16 maio 2020. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2020/05/crise-exige-superar-equivocos-sobre-emissao-de-moeda-e-divida-publica-diz-andre-lara.shtml>.

SANDBU, M. **Coronavirus**: the moment for helicopter money. FT, March 20 2020. Disponível em: <https://www.ft.com/content/abd6bbd0-6a9f-11ea-800d-da70cff6e4d3>.

SERRANO, F. O QE e o Que Não É. Rio de Janeiro, UFRJ, **Blog**, 17 de maio 2020.

TOMAZELLI, I. Banco Central amplia circulação de dinheiro no mercado a nível recorde. **O Estado de S. Paulo**, 13 maio 2020.

WOLF. M. Helicopter Ben confronts the challenge of a lifetime. **Financial Times**, 16 December 2008. Disponível em: <https://www.ft.com/content/d049482c-cb8f-11dd-ba02-000077b07658>.

WRAY, L. R. Senhoriagem ou soberania? **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 2, p. 137-146, 2002.

CAPÍTULO 12

AJUSTES DE LEIS DE POTÊNCIA E OUTRAS DISTRIBUIÇÕES DE CAUDAS PESADAS PARA SÉRIES DE CÂMBIO: uma aplicação do método Clauset, Shalizi e Newman

Gustavo de O. Aggio
Bruno De Conti

1. Introdução

O estudo de caudas pesadas nas distribuições de séries econômicas e financeiras é extenso e bem difundido. Especificamente, a presença de caudas pesadas indica que eventos consideravelmente distantes da média podem ser explicados pela distribuição de probabilidades associada à série. Ou ainda, que eventos extremos que tenderiam a ser qualificados como *outliers* em uma análise inicial, na verdade, são mais prováveis do que se esperaria se a série correspondesse a um passeio aleatório gaussiano, a hipótese que ainda hoje fundamenta grande parte da teoria econômico-financeira. Mandelbrot (1963) e Fama (1963) foram pioneiros na associação de processos de Lévy, também conhecidos como Paretianas estáveis, a séries financeiras em contraposição com a hipótese gaussiana.

Como bem se sabe, um processo de Lévy não gaussiano é caracterizado por variância infinita,¹ o que se contrapõe às observações empíricas. Isto levou à consideração de soluções híbridas como os *voos truncados de Lévy* (MANTEGNA; STANLEY, 1994), por exemplo. Entretanto, a consideração de distribuições em lei de potência com variância finita gerou todo um conjunto de evidências bem estabelecidas em finanças e econofísica como, por exemplo, a *Lei Cúbica* na distribuição das flutuações dos preços de ações.²

1 Ver detalhes em Mantegna e Stanley (2000, cap. 4), por exemplo.

2 Para uma abordagem didática sobre a lei cúbica ver Gabaix (2008, p. 35). Além disso, Gabaix (2008) é altamente recomendado para especificações, explicações teóricas, evidências empíricas e estimação de leis de potência em economia e finanças.

Também com relação às taxas de câmbio, um conjunto de estudos foi realizado para a verificação de lei de potência.³ As tentativas de ajuste podem ser realizadas sobre a série de variações absolutas dos preços ou sobre o retorno, ou mesmo por uma normalização destas séries. Dadas as diferentes possibilidades, os diferentes resultados obtidos podem implicar interpretações distintas e de difícil comparação. Embora considerada a importância de uma explicitação teórica sobre as origens ou causas de uma lei de potência e, portanto, sobre qual transformação da série se deve analisar, consideramos como um fato bem estabelecido que a série de retornos de uma taxa de câmbio configura uma informação central na economia contemporânea e que a sua análise e a análise dos seus valores extremos é por si só fonte de interesse para pesquisas relacionadas a economia internacional, macroeconomia aberta e finanças em geral, por exemplo.

Além disto, como será apresentado a seguir, Clauset, Shalizi e Newman (2009) organizaram um conjunto de procedimentos (doravante método CSN) que permitem não apenas ajustar uma lei de potência a uma série de valores sem a necessidade de procedimentos subjetivos, como também testar a plausibilidade do ajuste e, por fim, comparar com outras possibilidades em termos de funções de probabilidades, especialmente aquelas também caracterizadas por caudas pesadas. Particularmente relevante ao nosso interesse, o método CSN pode ser aplicado com precisão a valores extremos das séries e fornecer elementos para a classificação desse ajuste.

Neste trabalho, investigamos dez séries de câmbio em relação ao dólar americano e em um mesmo recorte temporal para permitir a comparação de resultados. Como a distribuição é definida apenas para valores positivos e existem motivos teóricos e evidências para supor a assimetria da distribuição das séries de retornos das taxas de câmbio – ou seja, o movimento de apreciação é suficientemente diferente do movimento de depreciação cambial – nós realizamos ajustes para as duas caudas (positiva e negativa) das distribuições separadamente. Das 20 caudas analisadas, nada menos do que 17 apresentaram extremos cujo ajuste de lei de potência é estatisticamente significativo pelo critério de Clauset, Shalizi e Newman (2009). Nestas séries observamos que de 6% a 14,7% dos dados mais extremos podem obedecer a uma lei de potência, o que se torna relevante para os estudos de valores extremos e para a classificação de risco de ativos cambiais. Além desta discussão, este texto é composto por mais quatro seções nas quais, respectivamente, apresentamos o método CSN, a descrição estatística e alguns fatos histórico institucionais sobre as séries analisadas, os resultados dos ajustes e uma discussão sobre a desigualdade na distribuição dos valores extremos. Por fim, as considerações finais.

3 Ver referências não exaustivas em Wei e Billings (2009), por exemplo.

2. O método CSN

Clauset, Shalizi e Newman (2009) reuniram um conjunto de procedimentos para contornar problemas associados ao ajuste de uma distribuição de lei de potência a séries empíricas. Neste artigo utilizamos o pacote *powerLaw* disponível para o *R*, especialmente desenvolvido para a implementação dos procedimentos previstos no método CSN. Para detalhes desta implementação não apresentados aqui, remetemos a Gillespie (2015, 2019). Faremos agora uma sucinta apresentação do método CSN. Seguindo os autores (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 663-672) – com alguma modificação buscando tornar a apresentação mais didática – seja, para o caso contínuo, a função de probabilidade definida na forma

$$p(x) dx = \Pr(x \leq X < x + dx) = Cx^{-\alpha} dx, \quad (1)$$

temos que a função não pode ser definida para $x = 0$ e diverge para valores próximo a este. Portanto, um primeiro problema se refere ao fato de não ser possível associar a lei de potência para todos os valores de uma série sob investigação. Mais do que isso, para uma série real deve-se considerar que “[i]n practice, few empirical phenomena obey power laws for all values of x . More often the power law applies only for values greater than some minimum x_{min} . In such cases we say that the *tail* of the distribution follows a power law.” (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 662, itálico no original).

Uma das formas pioneiras de realizar este ajuste era através de uma regressão linear sobre a função de probabilidade em logaritmos. Os autores apontam uma série de dificuldades com este método no apêndice A do artigo (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 690-692). Outro problema se refere a uma escolha de x_{min} . Os autores criticam a presença de um caráter subjetivo em algumas técnicas como, por exemplo, a escolha através de uma análise visual de um gráfico de distribuição em logaritmos (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 670). Para contornar as dificuldades e limitações de uma análise subjetiva, Clauset, Shalizi e Newman (2009) informam um método para estimar x_{min} e α .

Da equação (1) segue-se que

$$\int_{x_{min}}^{\infty} Cx^{-\alpha} dx = 1 \quad (2)$$

e que resulta em

$$C = \frac{\alpha - 1}{x_{min}^{1-\alpha}}. \tag{3}$$

Substituindo (3) em (1) obtemos

$$p(x) = \frac{\alpha - 1}{x_{min}} \left(\frac{x}{x_{min}} \right)^{-\alpha}. \tag{4}$$

Observe que estamos trabalhando apenas com valores $\alpha > 1$ e $x > 0$. A partir da equação (4) é possível estabelecer um estimador de máxima verossimilhança para o parâmetro α dado por

$$\hat{\alpha} = 1 + n \left[\sum_{i=1}^n \ln \frac{x_i}{x_{min}} \right]^{-1}. \tag{5}$$

Os autores nos informam (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 666) que o erro padrão do estimador $\hat{\alpha}$ é dado por

$$\sigma = \frac{\hat{\alpha} - 1}{\sqrt{n}} + O\left(\frac{1}{n}\right). \tag{6}$$

Mais adiante, na seção em que exploram a performance do estimador do parâmetro, os autores afirmam que “[o]ur experience suggests that $n \gtrsim 50$ is a reasonable rule of thumb for extracting reliable parameter estimates. [...] Data sets smaller than this should be treated with caution” (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 669). Em nossas estimativas, o menor valor de n foi 105, nos dando uma margem razoável para o limite inferior sugerido. Por fim, com o objetivo de definir uma estimativa ótima de x_{min} os autores (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 672) sugerem que seja escolhido o valor que minimiza a função

$$D = \max_{x \geq x_{min}} |S(x) - P(x)|, \tag{8}$$

onde $S(x)$ é o complementar da distribuição acumulada dos valores empíricos e $P(x)$ é o complementar da distribuição estimada para um valor de x_{min} e pelo estimador $\hat{\alpha}$ obtido por (5). A distância D nada mais é do que a estatística de Kolmogorov-Smirnov (doravante estatística KS). Desta forma, o valor estimado para x_{min} será aquele que fornece o melhor ajuste com a distribuição de lei de potência segundo este critério de distância.

É importante destacar que o método sugerido por estes autores para obter os estimadores de x_{min} e α não é o único a contornar os problemas de subjetividade característicos dos métodos pioneiros. Os próprios autores (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 670-674) fazem a comparação deste método com outro baseado em um critério bayesiano de informação (BIC) e anunciam a existência de outras técnicas (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 674-675). O método defendido por Clauset, Shalizi e Newman (2009) se mostrou adequado para a nossa aplicação, além de ser possibilitado por um software de livre acesso e de simples implementação.

Com os mesmos procedimentos, é possível obter as estimativas para outras distribuições de probabilidades com caudas pesadas. Neste trabalho, consideramos duas das enumeradas pelos autores, a função exponencial com função de distribuição dada por

$$p(x) = \lambda e^{\lambda x_{min}} e^{-\lambda x} \quad (9)$$

e a lognormal definida por

$$p(x) = \sqrt{\frac{2}{\pi\sigma^2}} \left[\operatorname{erfc} \left(\frac{\ln(x_{min}) - \mu}{\sqrt{2}\sigma} \right) \right]^{-1} \frac{1}{x} \exp \left[-\frac{(\ln(x) - \mu)^2}{2\sigma^2} \right]. \quad (10)$$

Veja a tabela 1 em Clauset, Shalizi e Newman (2009, p. 664) para estes dois últimos resultados. Nesta mesma tabela os autores consideram, ainda, mais duas opções de distribuição, uma lei de potência com *cutoff* e uma exponencial *stretched* que não ajustamos neste trabalho. Após a realização das estimativas e a obtenção dos melhores ajustes para as diferentes funções de distribuição é possível avaliar a qualidade de cada ajuste através de um teste com simulações *bootstrap*. Seguindo Clauset, Shalizi e Newman (2009, p. 675-678), o teste proposto para medir a *plausibilidade* do ajuste de uma série fornece um p-valor determinado pela frequência em que o valor da estatística *KS* de uma série sintética é maior do que o valor da mesma estatística para a série original.

Para gerar uma série sintética o procedimento é o seguinte: dada uma série com n observações totais e n_{tail} observações na cauda sob a qual se estimou os parâmetros para x_{min} e α , será gerada uma série sintética com n observações definidas de maneira que, primeiro, com probabilidade dada pela frequência $\frac{n_{tail}}{n}$ um elemento gerado de uma lei de potência com as estimativas dos parâmetros x_{min} e α da série original é adicionado à série sintética;

segundo, com probabilidade $1 - \frac{n_{tail}}{n}$ o elemento adicionado à série sintética é um elemento escolhido aleatoriamente da série original, mas pertencente ao ramo onde $x < x_{min}$. Para esta série sintética é realizado o mesmo procedimento de estimativa para os parâmetros x_{min} e α , além do cálculo da estatística *KS*, conforme explicitado anteriormente. Após fazer a simulação e estimativa repetidas vezes, o p-valor obtido será igual a parcela para a qual o valor da estatística *KS* é maior nas séries sintéticas do que na série original (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 677). Gillespie (2015, p. 11, tradução nossa) define este teste, para o caso de uma lei de potência, da seguinte maneira:

H_0 : os dados são gerados de uma distribuição em lei de potência;

H_1 : os dados não são gerados de uma distribuição em lei de potência.⁴

Quanto mais perto de 1 for o p-valor, mais *plausível* é a hipótese de que a cauda $x \geq x_{min}$ é explicada por uma lei de potência. Quanto mais próximo de 0, *menos plausível* é a explicação. Os autores sugerem o valor de $p \leq 0,10$ para considerar a explicação *implausível*. Obviamente existe alguma arbitrariedade na definição deste patamar e, como os próprios autores observam (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 678) o p-valor pode ser artificialmente maior quando n é pequeno e a distribuição não é em lei de potência. Como veremos a seguir, todos os ajustes com lei de potência onde o p-valor foi maior do que 0,10 (17 dos 20), este valor foi também maior do que 0,20, o que nos garante um grau maior de confiança nos nossos resultados. Nós realizamos 2000 simulações para cada teste neste trabalho.

Por fim, Clauset, Shalizi e Newman (2009, p. 679-681) propõem a comparação direta entre duas distribuições no ramo $x \geq x_{min}$, onde o valor de x_{min} é o calculado para o ajuste da lei de potência. O objetivo é obter uma medida estatisticamente válida da vantagem ou não de classificar este ramo dos dados como seguindo uma lei de potência em comparação a uma eventual alternativa. Esta comparação é realizada através do teste da razão da verossimilhança.⁵ O procedimento é detalhado no apêndice C do artigo (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009, p. 696-698), mas pode ser resumido como a obtenção do logaritmo da razão da verossimilhança de dois ajustes. É importante estar atento para o fato que não estamos comparando os ajustes de lei de potência com aqueles ajustes em lognormal e exponencial que foram realizados e avaliados anteriormente. Os ajustes com distribuição lognormal e exponencial são estimados novamente para o ramo onde $x \geq x_{min}$ obtido no ajuste de lei de potência. Se o valor dessa estatística for positivo, a indicação é que a distribuição de lei de potência é uma melhor explicação do que a distribuição

4 A metodologia e as especificações são análogas para as outras distribuições.

5 Gillespie (2015, p. 12) chama o procedimento de método de Vuong.

comparada. Mas, além disso, o método informa um p-valor para esta estatística. Gillespie (2015, p. 12, tradução nossa) explicita este teste como:

H_0 : as duas distribuições estão igualmente distantes da verdadeira distribuição;

H_1 : uma das distribuições testadas está mais próxima da verdadeira distribuição.

Um p-valor baixo para este teste indica a rejeição da hipótese nula. O pacote *powerLaw* fornece dois p-valores, um bicaudal (para as hipóteses mencionadas) e um monocaudal. Se a estatística for positiva (se o logaritmo da verossimilhança do ajuste de lei de potência for maior que o da distribuição alternativa), é evidente que podemos considerar as seguintes hipóteses para o teste:

H_0 : as duas distribuições estão igualmente distantes da verdadeira distribuição;

H_1 : a distribuição de lei de potência está mais próxima da verdadeira distribuição.

Portanto, nos nossos testes devemos observar o p-valor monocaudal, se a estatística for positiva, com o objetivo de refutar ou não a hipótese nula da segunda especificação (a refutação indicaria a vantagem do ajuste por lei de potência); quando a estatística for negativa devemos observar o p-valor bicaudal (a não refutação da hipótese nula informa que não podemos descartar o ajuste com lei de potência, mesmo tendo um valor de verossimilhança inferior).

3. Justificativa e descrição das séries analisadas

Selecionamos dez séries de taxas de câmbio em relação ao dólar buscando comparar dados de algumas das economias mais importantes no comércio e nas finanças em plano mundial, mas também buscamos a representatividade de diferentes regiões, de diferentes graus de desenvolvimento, de regimes cambiais diversos e de moedas com distintos posicionamentos no Sistema Monetário Internacional (SMI). Assim, esperamos também contribuir para as discussões que indicam a impossibilidade de definir o comportamento das distintas taxas de câmbio do globo como homogêneo, quando em realidade ele é bastante dependente da institucionalidade do mercado cambial, do histórico de transações neste mercado, dos agentes participantes e, sobretudo, das características das moedas em questão. Como destacado pela literatura que se debruça sobre os estudos da “hierarquia monetária” (e.g. CARNEIRO, 1999; PRATES, 2005; DE CONTI *et al.*, 2014), o SMI é totalmente assimétrico, com algumas poucas moedas que são usadas para as operações internacionais

– as chamadas moedas centrais – e outras (a maioria) que não desempenham em âmbito global as funções clássicas da moeda – as moedas periféricas. De acordo com essa literatura, o posicionamento dessas distintas moedas no SMI determina o perfil de sua demanda e, em consequência, a dinâmica de suas taxas de câmbio.

Neste trabalho serão analisadas as taxas de câmbio das principais moedas centrais do globo, a saber, o Euro (Zona do Euro), a Libra esterlina (Reino Unido), o Franco (Suíça) e o Yen (Japão); e de algumas moedas com um posicionamento mais periférico no SMI, quais sejam, o Won (Coreia do Sul), o Yuan (China), o Rand (África do Sul), o Real (Brasil), a Rúpia (Índia) e o Peso (México). Os dados das séries são diários e foram retirados do site do Federal Reserve.⁶ Todas as séries estão na forma “unidades monetárias por US\$1”.⁷ Dada a importância absoluta e crescente da China na economia mundial, definimos o nosso recorte temporal de julho de 2005 a junho de 2019, uma vez que antes do início deste período a taxa cambial da moeda chinesa era praticamente fixa.

As séries analisadas são as de variação percentual diária da taxa de câmbio nominal contra o dólar, aproximada pela diferença entre os logaritmos naturais, ou simplesmente o retorno das taxas. As figuras de 1 a 10 apresentam três gráficos para cada taxa de câmbio. O primeiro gráfico é o da evolução temporal da taxa em relação ao dólar, o segundo é da evolução temporal do retorno, enquanto o terceiro é o histograma dos retornos. Neste último, existem duas funções de densidade destacadas. A de cor azul é a própria densidade empírica dos dados; a de cor vermelha é a função densidade da distribuição normal que possui a mesma média e o mesmo desvio padrão dos dados empíricos. Como pode ser observado, todas as distribuições empíricas são mais leptocúrticas do que a distribuição normal, mas com grande heterogeneidade.

A Tabela 1 apresenta algumas estatísticas descritivas das séries. Como as séries foram retiradas da mesma base e para o mesmo período, o número de dados é muito próximo. O que diferencia as séries é o número de observações iguais a zero, ou seja, quando o valor da taxa foi igual em dois dias seguidos de operação. Destacadamente, a série para o Yuan apresenta o maior número dessas observações, podendo indicar maior presença de *crawling peg* nesta série. Enquanto as médias se localizam perto do valor nulo, o maior valor de apreciação (13,222%) e depreciação (10,135%) ocorre na série para o Won. A série com menor apreciação máxima é o Yuan (2,019%), que também apresenta a menor depreciação máxima (1,816%). Como a média é próxima a zero,

6 O site eletrônico para as séries é <https://www.federalreserve.gov/releases/h10/hist/>.

7 As séries para o Euro e para a Libra esterlina são originalmente apresentadas da forma inversa, mas foram transformadas para permitirem a comparação.

a medida do desvio não pode ser empregada para o cálculo do coeficiente de variação, o que torna o desvio padrão de pouco uso, ainda mais se observarmos que, como afirmado anteriormente, as séries são leptocúrticas, o que distancia a comparação com a distribuição normal. Na Tabela 1 identificamos duas medidas de excesso de curtose em relação à distribuição normal. A medida “Curtose” foi calculada para toda a série,⁸ enquanto a medida “Curtose (-1)” é computada para a série sem o menor e o maior valor. Este cuidado ocorre porque a medida de curtose é muito sensível a valores extremos. Para a série do Franco, por exemplo, a medida cai de 48,01 para 4,69 com este procedimento. Mesmo com este cuidado todas as séries apresentaram excesso de curtose em relação à normal, reforçando a observação de caudas pesadas e a necessidade de um tratamento adequado desta característica. A série do Franco, também, é a que apresenta maior valor absoluto para o coeficiente de distorção (-1,60), a medida que indica a assimetria da série.

Como indicado acima, chamam bastante atenção as estatísticas relativas ao Yuan. Isso se explica pelas características do regime cambial chinês, há décadas marcado por um forte controle estatal, voltado à manutenção de uma taxa de câmbio relativamente estável e em patamar que contribua com a competitividade externa da produção manufatureira do país. Esse controle é possível em função do aparato regulatório da conta financeira chinesa e do imenso volume de reservas internacionais detido pelo país,⁹ que permite, quando necessário, fortes intervenções do *People’s Bank of China* (PBOC) no mercado cambial.¹⁰ Em agosto de 2015, esse regime foi flexibilizado, gerando, como mostra a Figura 10, uma valorização da moeda chinesa e um relativo aumento da volatilidade de sua taxa de câmbio (IMI-RUC, 2017). No entanto, apesar de uma redução na frequência de variações iguais a zero (que marcaram a fase anterior), o PBOC mantém sua prática de intervenções que impedem variações diárias extremas. A variação de 2,019%, mencionada acima, foi a maior variação cambial diária dos últimos vinte anos na China (NOIJE *et al.*, 2021). Por outro lado, como indicado, é a menor variação máxima dentre as moedas estudadas neste artigo. Além do Yuan, a outra moeda periférica que apresenta um comportamento de exceção é a Rúpia, já que o Banco Central Indiano também exerce um estrito controle sobre a taxa de câmbio, justamente para conter a potencial volatilidade excessiva da moeda.

8 A rigor a medida calculada foi o excesso de curtose, ou seja, a medida de curtose -3, uma vez que 3 é o valor da curtose em uma distribuição normal.

9 A China detém as maiores reservas internacionais do globo, com um volume já há anos superior a US\$ 3 trilhões.

10 Essa política é parte importante da estratégia de desenvolvimento chinesa. Ver, por exemplo, Popov (2015).

A outra moeda cuja taxa de câmbio tem características peculiares é o Franco Suíço. Tratando-se de uma moeda central, a tendência é que suas variações não sejam aberrantes, pois trata-se de uma moeda líquida no plano internacional e os fluxos de capitais destinados ao país tendem a não ser tão voláteis. No entanto, a trajetória de sua taxa de câmbio ao longo da última década tem sido atípica e interessante de ser discutida. A eclosão da crise financeira internacional, com a falência do banco Lehman Brothers, em setembro de 2008, resultou em uma fuga generalizada para o Dólar,¹¹ que significou a apreciação dessa moeda em relação a praticamente todas as moedas do globo. Uma das poucas exceções foi o Franco Suíço que, pela confiabilidade que inspira aos agentes globais – associada sobretudo à importância do sistema bancário suíço –, se apreciou em relação ao Dólar. Como mostra a Figura 2, a despeito de alguns momentos de depreciação, causadas notadamente por intervenções do Banco Central Suíço, a trajetória de apreciação da moeda se sustentou no pós-2008 e foi inclusive acentuada pela crise da Zona do Euro, a partir de 2010. Nesse contexto de incertezas em relação ao Euro, o papel do Franco Suíço como “porto seguro” para os investidores internacionais se reforçou e os massivos fluxos de capital para o país resultaram em uma duradoura trajetória de queda de sua taxa de câmbio em relação às demais moedas do globo. Temendo, no entanto, os efeitos perniciosos de uma moeda sobrevalorizada sobre a estrutura produtiva nacional, o Banco Central Suíço, pela primeira vez em mais de três décadas, decidiu colocar um piso para a taxa de câmbio, gerando, no dia de seu anúncio (5 de setembro de 2011), uma desvalorização de 8,89% em relação ao Dólar (indicada na Tabela 1). A partir daí, as variações cambiais ficaram bastante limitadas, até que o Banco Central do país, em 15 de janeiro de 2015, suspendeu esse piso, gerando, em um só dia, uma apreciação de 13,02% de sua moeda. Assim, a dinâmica cambial do Franco Suíço é curiosamente marcada por uma preponderância quase absoluta de pequenas variações, mas por esses poucos momentos de variações aberrantes, que resultam dos momentos de mudanças importantes na política cambial.

A trajetória do Won sul-coreano também é interessante de ser destacada. Tratando-se de uma moeda periférica – e, portanto, com baixa liquidez no plano internacional –, sua taxa de câmbio apresenta uma volatilidade potencial mais elevada. Diante disso, o Banco Central Sul-Coreano tem a prática de realizar intervenções no mercado cambial no sentido de conter uma volatilidade

11 A despeito de a crise ter se originado no mercado imobiliário *subprime* dos Estados Unidos, o cenário de incerteza levou os agentes à busca de refúgio naquele que é o considerado como o ativo mais seguro da economia global, o dólar americano.

excessiva. No entanto, em momentos de intenso *stress* nos mercados financeiros globais, a condição periférica da moeda se manifesta de forma mais clara e o Banco Central não é capaz de evitar variações excessivas. Foi o que aconteceu em 2008, diante da falência do Lehman Brothers, quando o Won se depreciou de forma bastante expressiva em relação ao Dólar (constituindo a maior variação positiva da amostra de moedas aqui estudada). No entanto, refletindo um típico movimento de *overshooting* (DORNBUSCH, 1976) e diante das intervenções do Banco Central, a taxa de câmbio do Won sofreu, logo na sequência, uma brusca queda, que também se constitui como a maior variação negativa da amostra. Nota-se, destarte, que as variações aberrantes do Won e do Franco Suíço têm causas muito diversas, refletindo suas condições de, respectivamente, moeda periférica e moeda central.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das séries

Moeda	N	Zeros	Média	Mínimo	Máximo	Desvio padrão	Curtose	Curtose(-1)	Distorção
Euro	3510	36	$1,8 \times 10^{-5}$	-0,04621	0,03003	0,00599	3,29	2,36	-0,17
Franco	3510	32	$-7,8 \times 10^{-5}$	-0,13022	0,08891	0,00648	48,01	4,69	-1,60
Libra	3510	25	$9,8 \times 10^{-5}$	-0,04435	0,08169	0,00622	13,27	5,08	0,88
Peso	3510	12	$1,65 \times 10^{-4}$	-0,0596	0,08114	0,00736	11,43	7,05	0,77
Rand	3510	20	$2,14 \times 10^{-4}$	-0,06297	0,07924	0,01063	3,47	2,52	0,22
Real	3510	15	$1,38 \times 10^{-4}$	-0,09668	0,08667	0,01027	10,70	7,99	0,06
Rúpia	3509	106	$1,31 \times 10^{-4}$	-0,03756	0,03938	0,00507	7,87	6,59	0,19
Won	3510	72	$3,1 \times 10^{-5}$	-0,13222	0,10135	0,00753	47,86	16,36	-0,63
Yen	3510	33	-8×10^{-6}	-0,05216	0,03343	0,00640	5,05	3,94	-0,35
Yuan	3506	226	$-5,3 \times 10^{-5}$	-0,02019	0,01816	0,00164	18,46	9,37	-0,11

Figura 1 – Euro

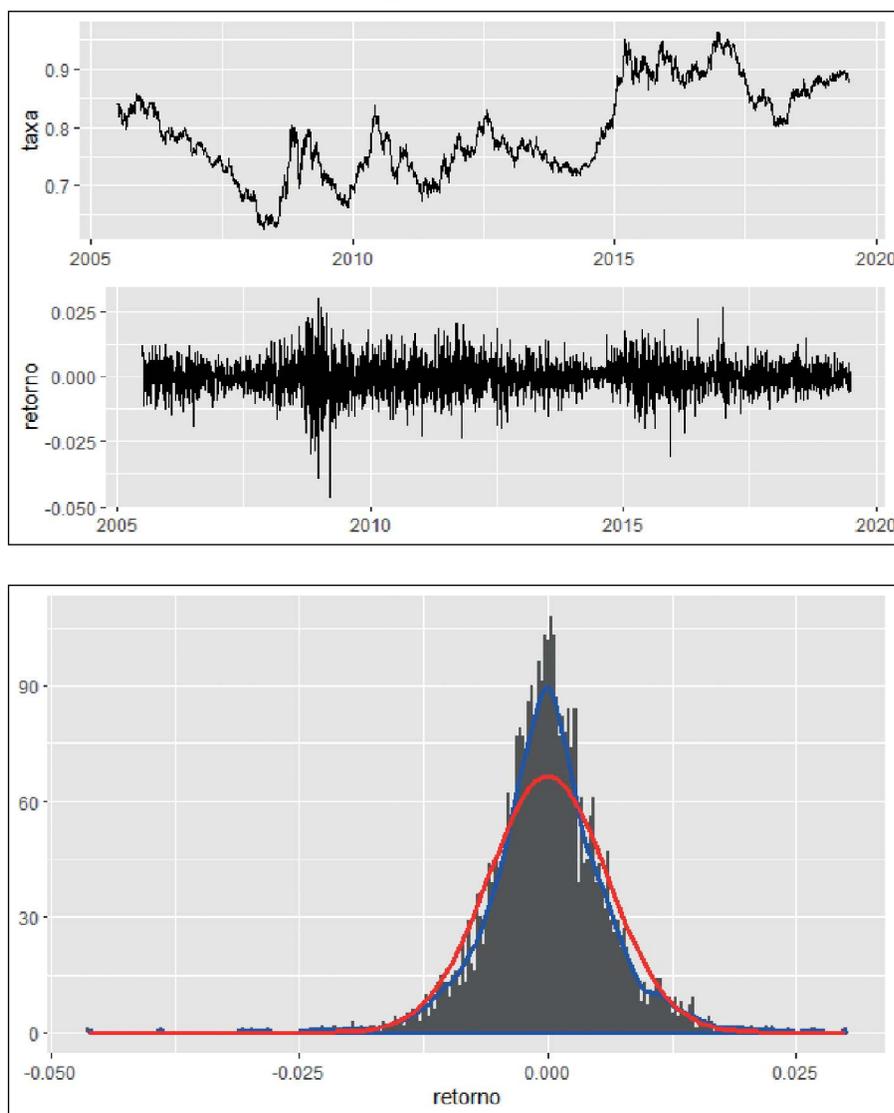


Figura 2 – Franco

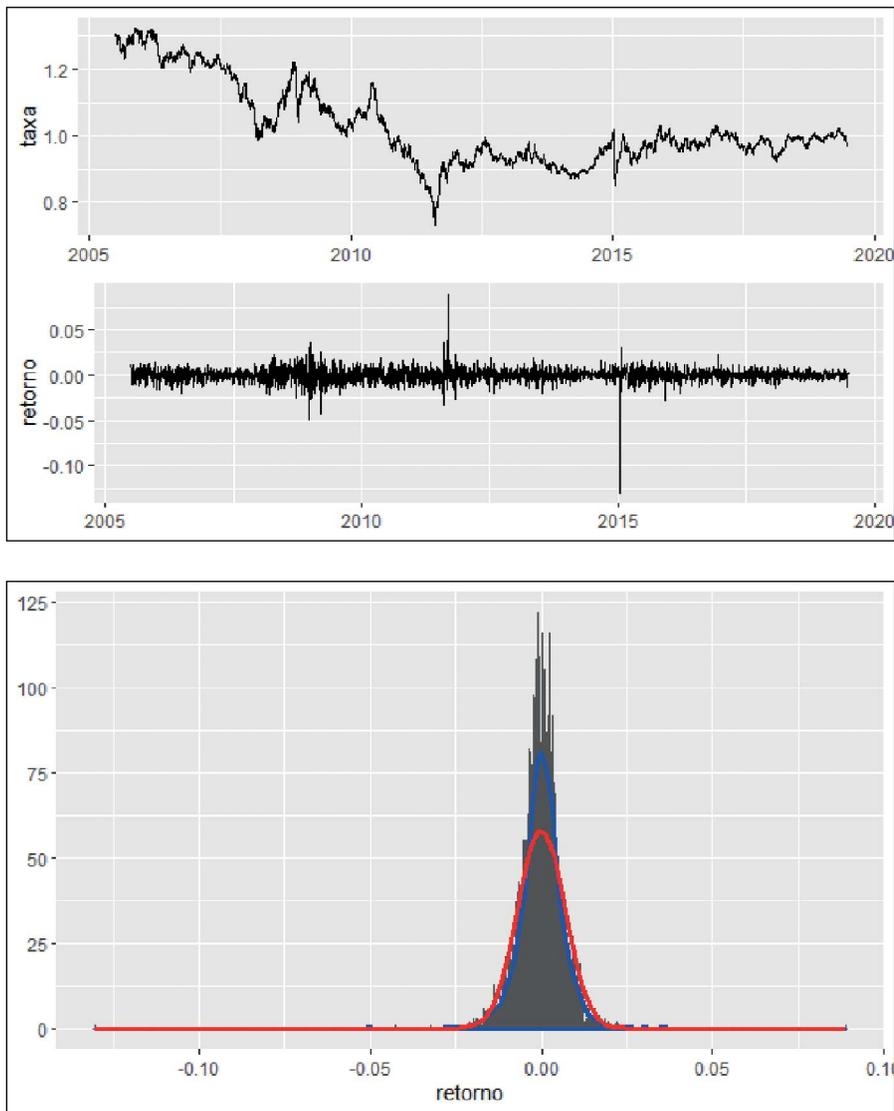


Figura 3 – Libra

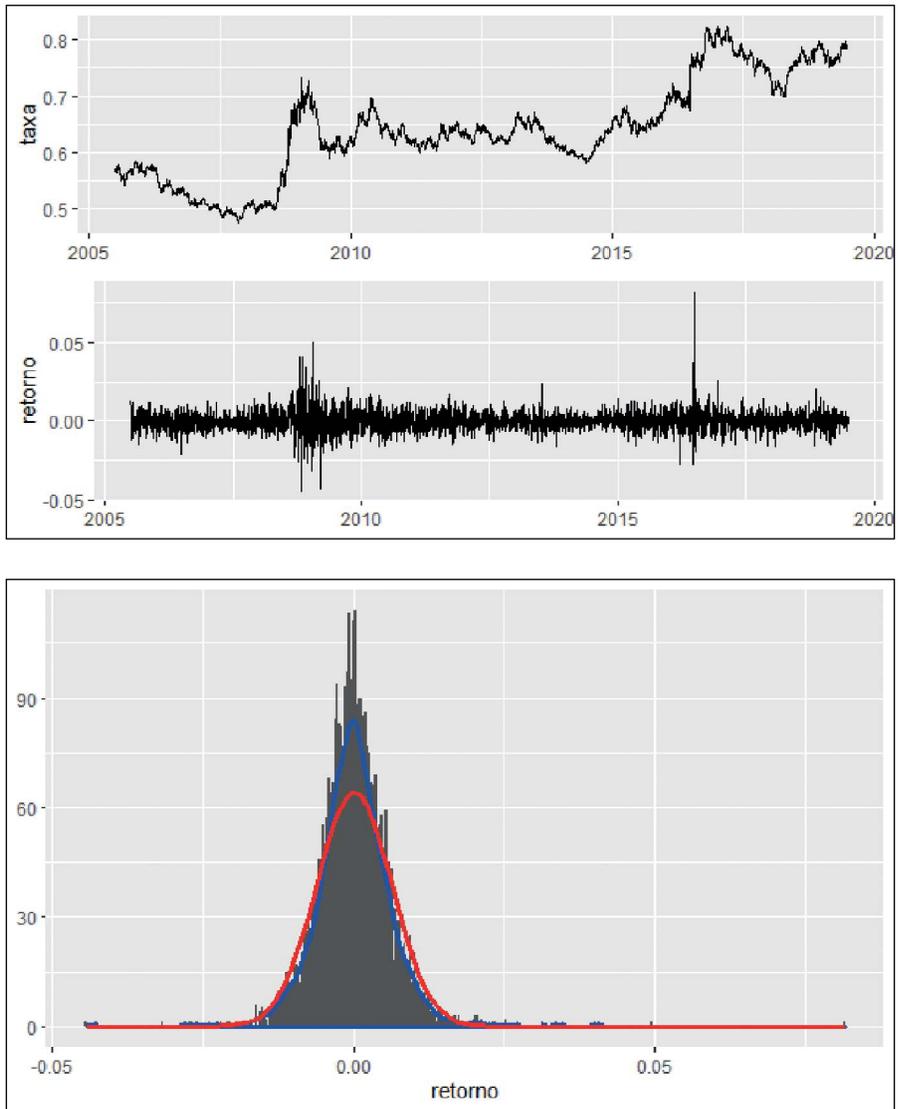


Figura 4 – Peso

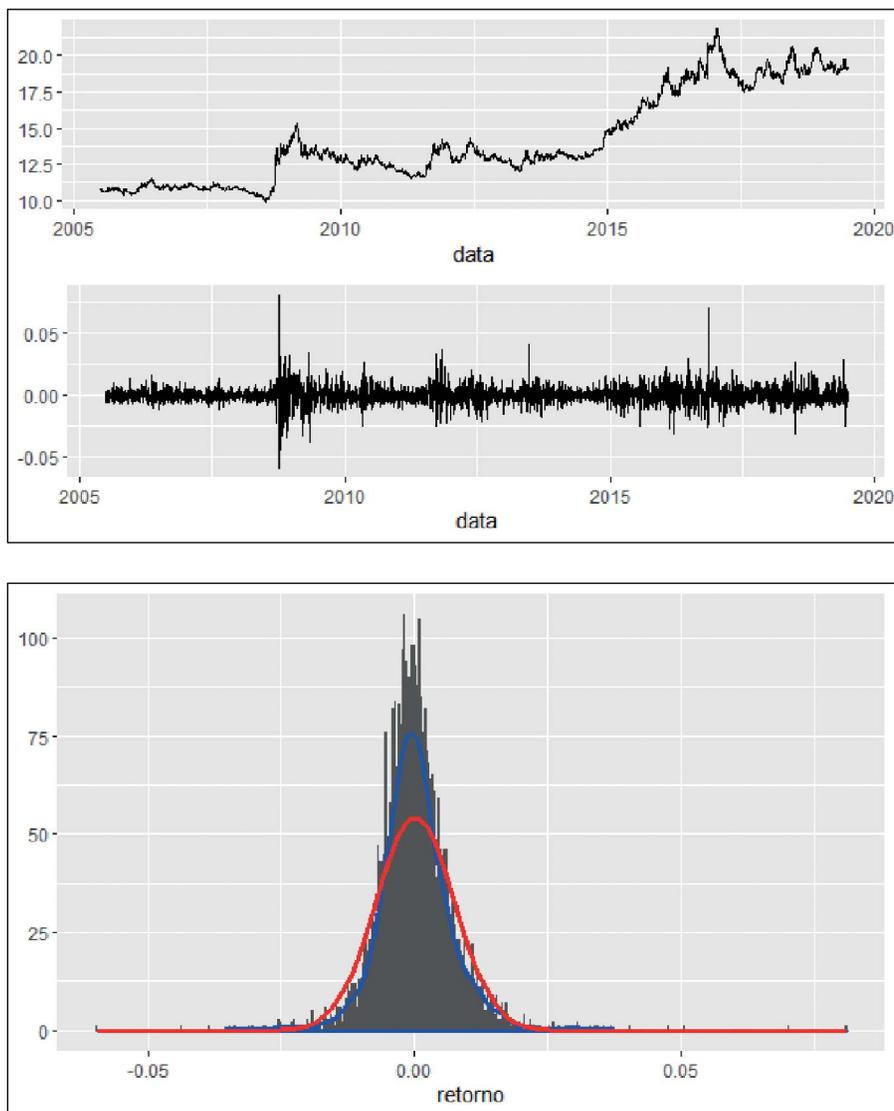


Figura 5 – Rand

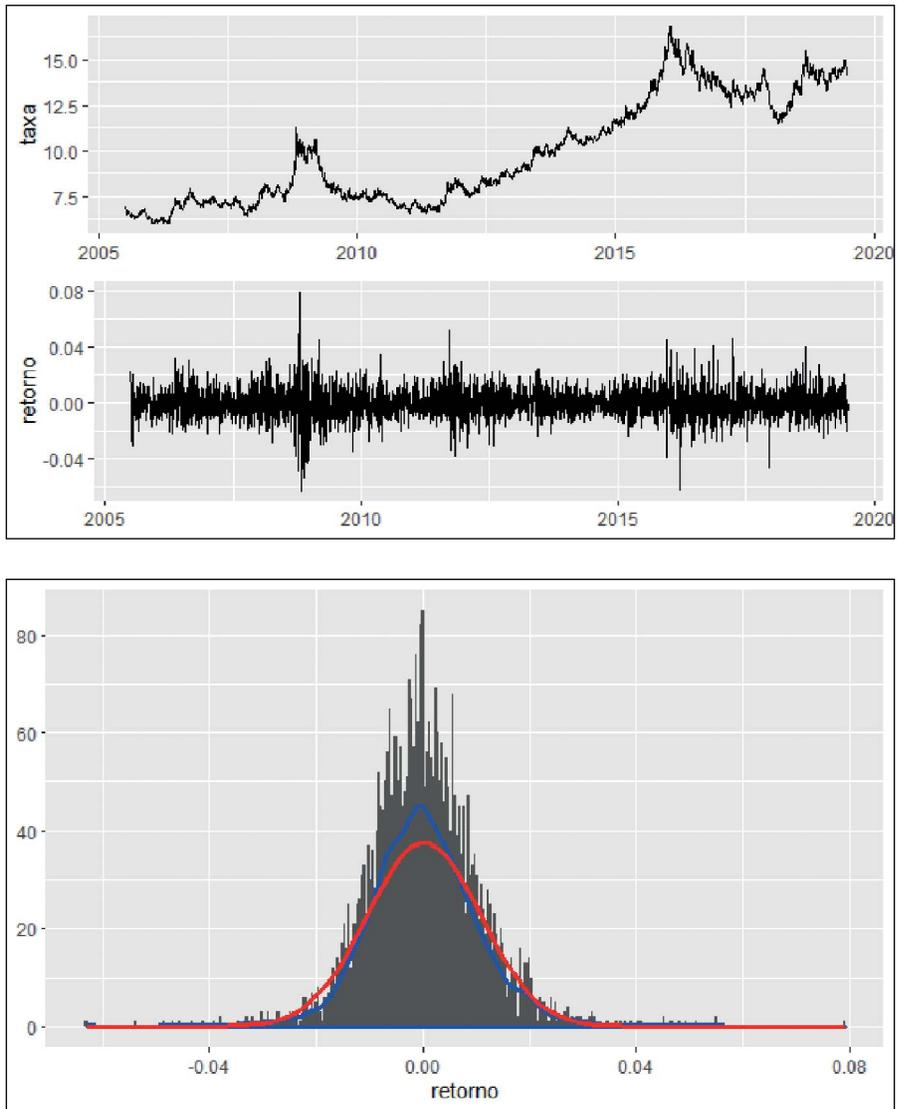


Figura 6 – Real

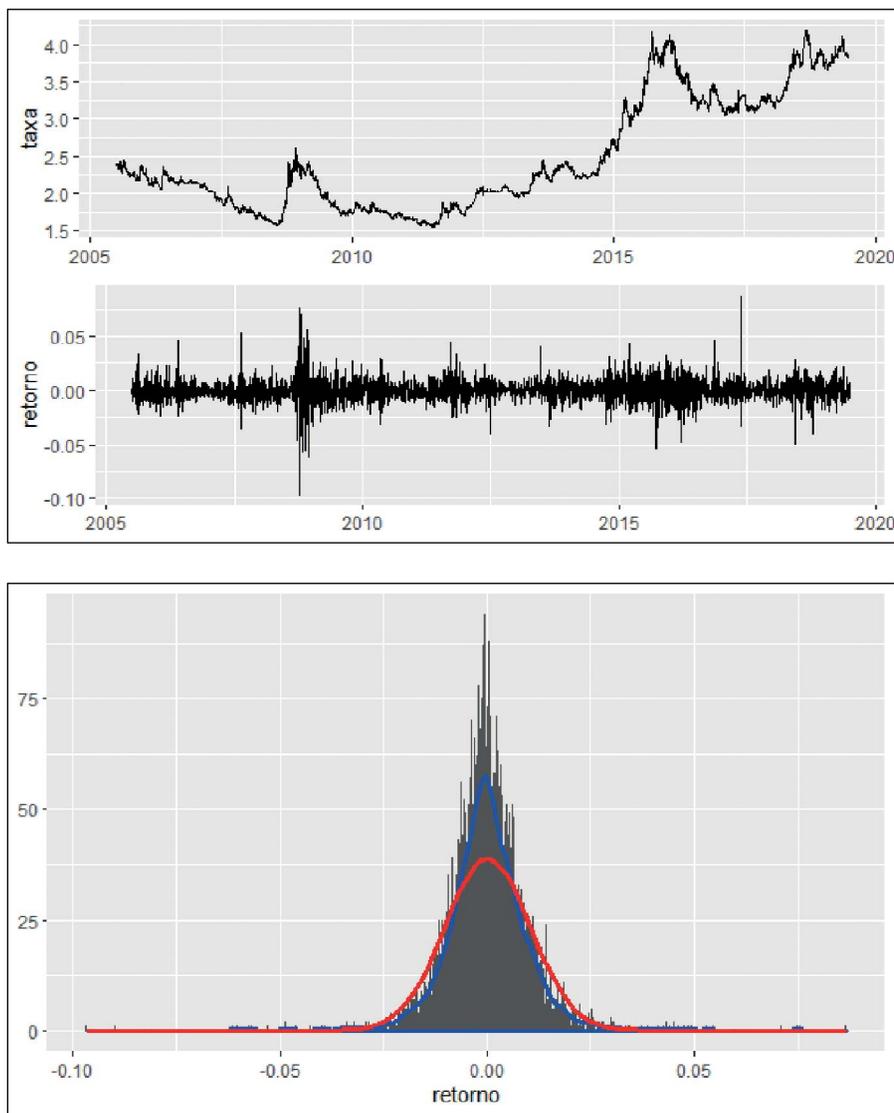


Figura 7 – Rúpia

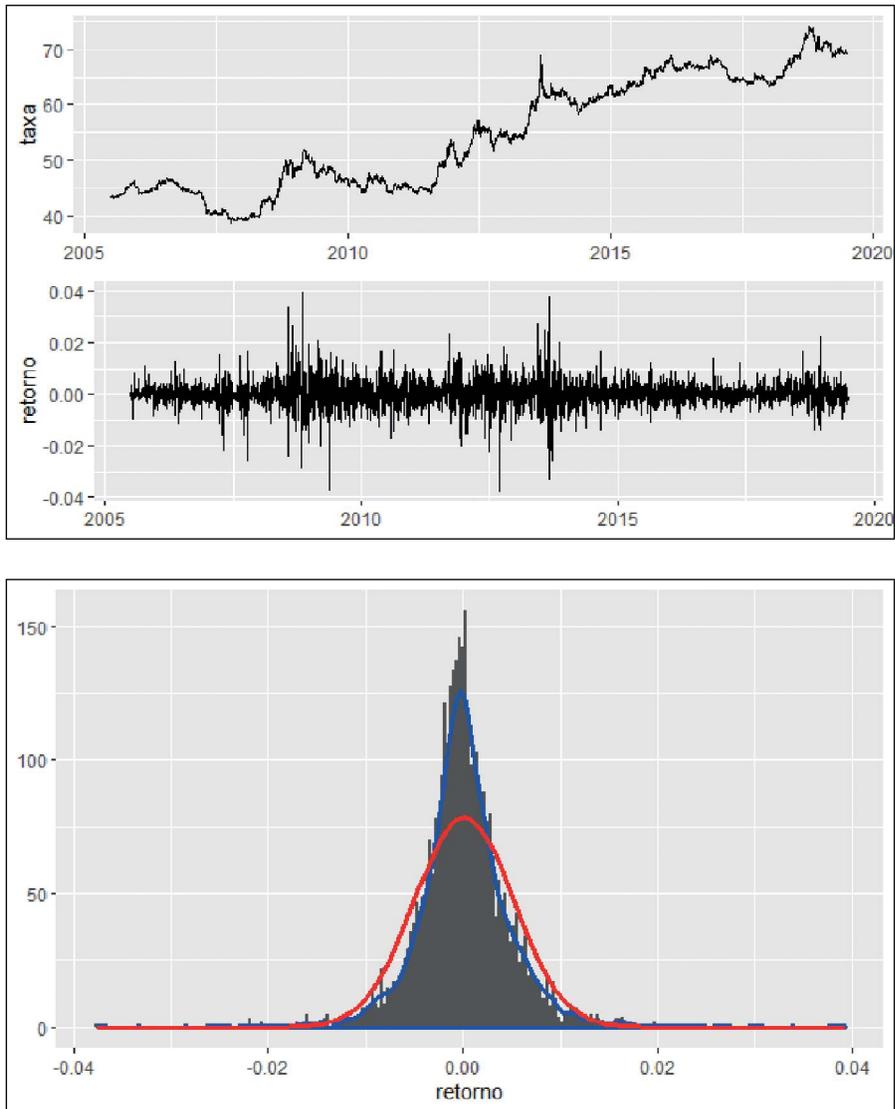


Figura 8 – Won

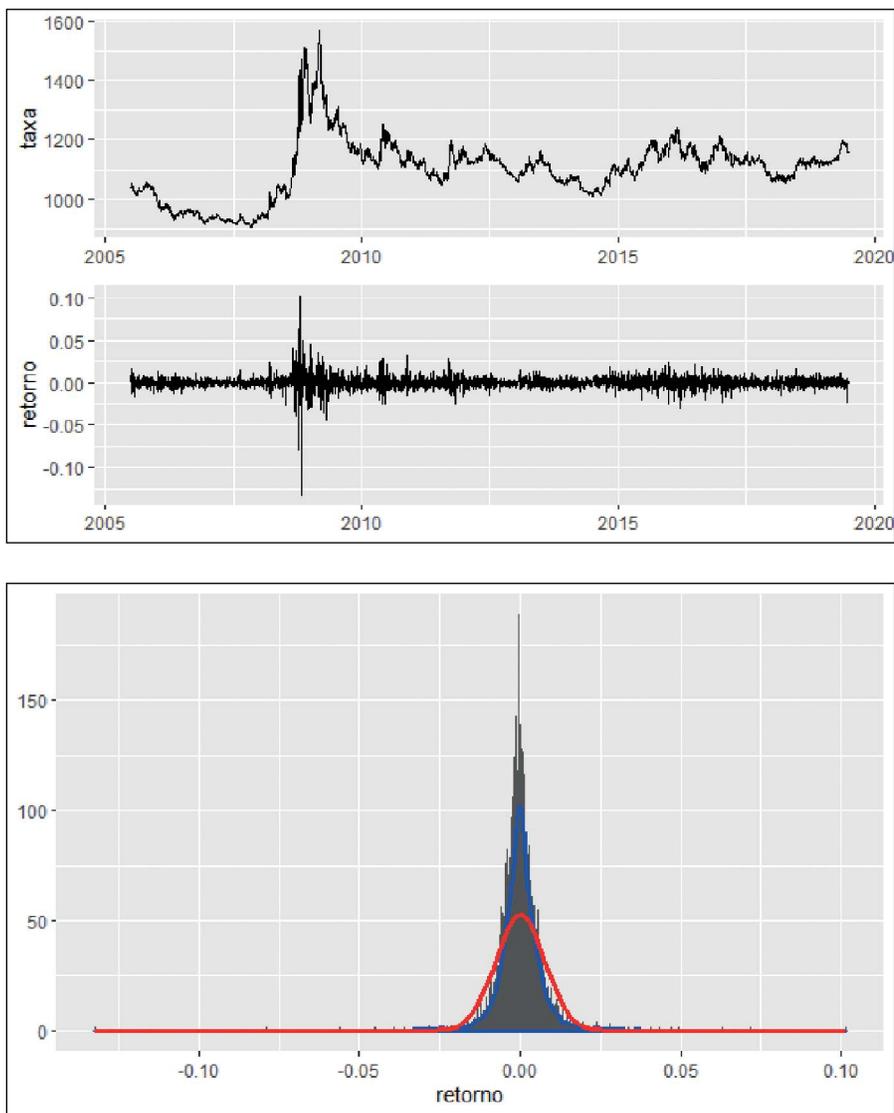


Figura 9 – Yen

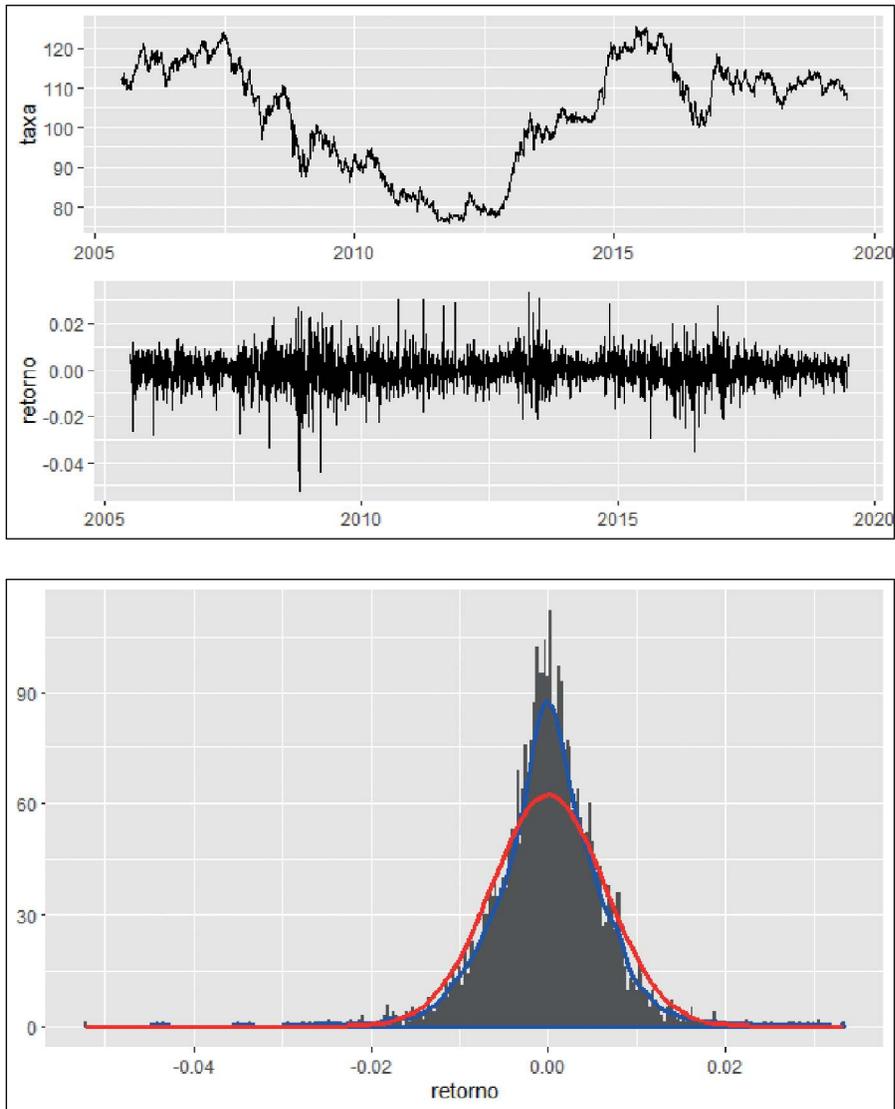
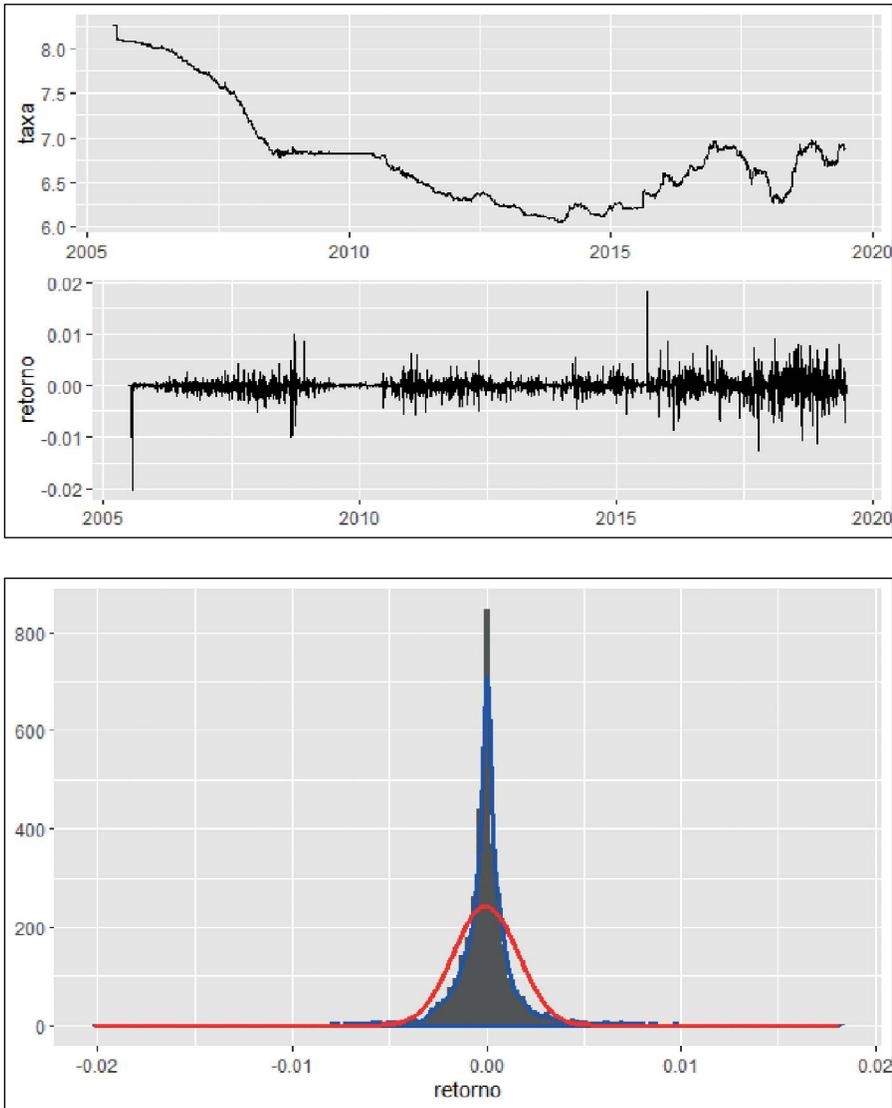


Figura 10 – Yuan



4. Resultados e discussão

Realizamos os ajustes das distribuições com lei de potência, lognormal e exponencial para as duas caudas das dez séries de retorno. Os valores dos ajustes se encontram separados por tipo de ajuste nas Tabelas 2, 3 e 4. Na Tabela 2 observamos que apenas para as caudas positivas das séries de retornos para o Euro, a Rúpia e o Yuan os p-valores foram inferiores ao limiar 0,10

sugerido pelo método CSN. Para todos os outros ajustes o p-valor ficou acima de 0,20, o que nos fornece uma segurança adicional no teste conforme adiantado na seção 2. Das séries com ajuste estatisticamente significativo, as parcelas de valores extremos explicados por uma lei de potência variaram de 6,0% (Franco, cauda negativa) a 14,7% (Rand, cauda negativa), sendo a primeira o menor ajuste com 105 observações no extremo. O menor valor estimado para o expoente α foi 3,168 (Won, cauda positiva), enquanto o maior foi 4,951 (Libra, cauda negativa). Como se sabe, quanto menor o valor do expoente α maior a probabilidade de eventos mais extremos. Para ilustrar este resultado observe a figura 11. Nesta encontramos 4 trechos de funções $p(x)$ em lei de potência (equação 4) com os mesmos valores x e x_{min} , mas variando os expoentes de 2 a 5. Note que as distribuições com menor valor do expoente “caem mais lentamente”. O mesmo ocorre para os nossos valores empíricos, nas séries com expoentes menores os valores mais distantes da média são esperados com maior probabilidade e nas séries com expoentes maiores ocorre o inverso. Isto nos permite uma medida de volatilidade das séries em seus ramos mais afastados da média. Como veremos na próxima seção, estes valores se concentram mais ou menos em torno de alguns picos a depender da série, de modo que estas estimativas podem servir, ainda, para a construção de cenários para momentos de maior volatilidade.

Figura 11 – Exemplos de distribuições em lei de potência

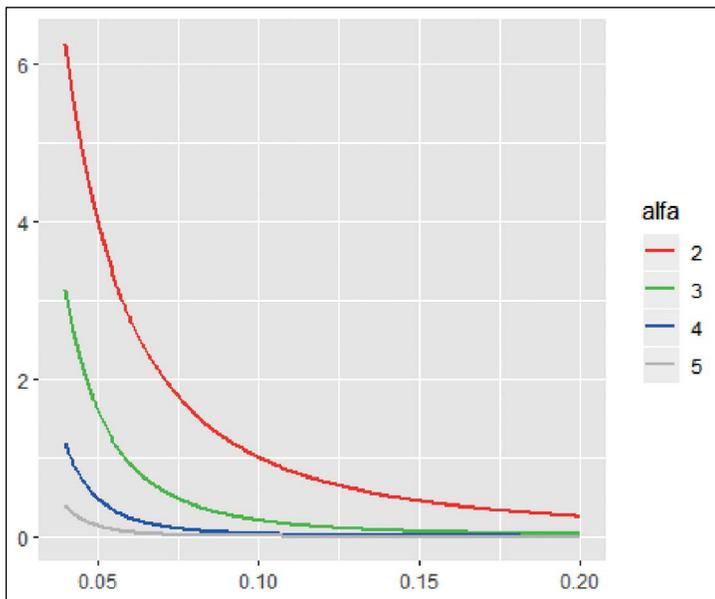


Tabela 2 – Estatísticas dos ajustes de lei de potência

Moeda	Cauda	n	n_{tail}	x_{min}	α	p-valor
Euro	Positiva	1730	150 (8,7%)	0,0109	5,019	0,068
	Negativa	1744	157 (9,0%)	-0,0101	4,495	0,987
Franco	Positiva	1741	212 (12,2%)	0,0093	4,375	0,241
	Negativa	1737	105 (6,0%)	-0,0127	4,587	0,5605
Libra	Positiva	1740	211 (12,1%)	0,0090	4,027	0,9685
	Negativa	1745	128 (7,3%)	-0,0105	4,951	0,888
Peso	Positiva	1696	216 (12,7%)	0,0109	3,899	0,5065
	Negativa	1802	154 (8,5%)	-0,0108	3,815	0,415
Rand	Positiva	1705	113 (6,6%)	0,0199	4,399	0,6365
	Negativa	1785	262 (14,7%)	-0,0134	4,026	0,275
Real	Positiva	1712	150 (8,8%)	0,0165	3,791	0,658
	Negativa	1783	166 (9,3%)	-0,0150	3,851	0,256
Rúpia	Positiva	1673	304 (18,2%)	0,0063	3,553	0,087
	Negativa	1730	161 (9,3%)	-0,0077	3,837	0,2655
Won	Positiva	1679	237 (14,1%)	0,0086	3,168	0,561
	Negativa	1759	214 (12,2%)	-0,0086	3,286	0,5335
Yen	Positiva	1755	162 (9,2%)	0,0100	4,117	0,3895
	Negativa	1722	192 (11,1%)	-0,0097	3,957	0,698
Yuan	Positiva	1553	330 (21,2%)	0,0014	2,669	0
	Negativa	1727	208 (12,0%)	-0,0021	3,249	0,406

Os resultados dos ajustes com distribuições lognormais estão apresentados na tabela 3. Das duas caudas das dez séries de retorno apenas os ajustes para as caudas positivas de Euro e Yen tiveram p-valor inferior a 0,10 (5 tiveram p-valor no intervalo]10, 20]). Em comparação com os ajustes de lei de potência, temos que uma maior parcela da série é explicada pela distribuição lognormal. Das séries com p-valor maior do que 0,10 o tamanho dos extremos explicados por uma distribuição lognormal variou de 28,0% (Yuan, cauda positiva) a 68,6% (Rand, cauda negativa). A distribuição lognormal possui dois parâmetros, a média μ e o desvio padrão σ da distribuição normal associada. Quando maior o valor de σ maior a volatilidade da série e maior a probabilidade de valores mais distantes da média. Na figura 12 temos quatro trechos de funções $p(x)$ lognormais (equação 10) com mesmo valor de x_{min} , $\mu = -5$ e σ variando de 0,5 até 2. Das séries com ajustes estatisticamente significativos temos que o menor desvio padrão (0,620) foi estimado para a cauda negativa da série Rand, enquanto que o maior valor (0,861) foi estimado para a cauda positiva da série Won.

Figura 12 – Exemplos de distribuições lognormais

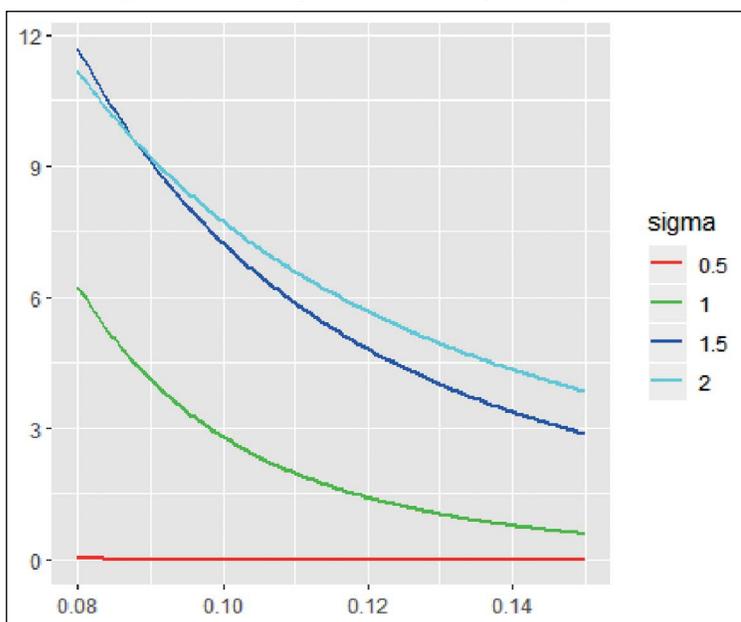


Tabela 3 – Estatísticas dos ajustes com lognormal

Moeda	Cauda	n	n_{tail}	x_{min}	μ	α	p-valor
Euro	Positiva	1730	971 (56,1%)	0,0027	-5,305	0,635	0,0235
	Negativa	1744	818 (46,9%)	-0,0034	-5,292	0,622	0,755
Franco	Positiva	1741	836 (48,0%)	0,0035	-5,261	0,622	0,148
	Negativa	1737	813 (46,8%)	-0,0036	-5,242	0,654	0,943
Libra	Positiva	1740	1002 (57,6%)	0,0028	-5,343	0,654	0,198
	Negativa	1745	958 (54,9%)	-0,0029	-5,364	0,623	0,727
Peso	Positiva	1696	1037 (61,1%)	0,0027	-5,259	0,737	0,269
	Negativa	1802	580 (32,2%)	-0,0053	-5,741	0,822	0,969
Rand	Positiva	1705	932 (54,7%)	0,0057	-4,736	0,633	0,212
	Negativa	1785	1225 (68,6%)	-0,0036	-4,858	0,620	0,19
Real	Positiva	1712	1091 (63,7%)	0,0035	-4,941	0,713	0,264
	Negativa	1783	1162 (65,2%)	-0,0031	-5,042	0,721	0,464
Rúpia	Positiva	1673	784 (46,9%)	0,0028	-5,531	0,696	0,1045
	Negativa	1730	927 (53,6%)	-0,0020	-5,724	0,740	0,8715
Won	Positiva	1679	975 (58,1%)	0,0025	-5,574	0,861	0,1195
	Negativa	1759	541 (30,8%)	-0,0049	-6,775	1,148	0,715

continua...

continuação

Moeda	Cauda	n	n_{tail}	x_{min}	μ	α	p-valor
Yen	Positiva	1755	1072 (61,1%)	0,0025	-5,330	0,644	0,0155
	Negativa	1722	937 (54,4%)	-0,0029	-5,279	0,662	0,498
Yuan	Positiva	1553	435 (28,0%)	0,0011	-6,752	0,853	0,926
	Negativa	1727	972 (56,3%)	-0,0005	-6,972	0,857	0,1025

Por fim, a tabela 4 apresenta os valores dos ajustes com distribuição exponencial. Podemos verificar que quase a metade dos ajustes (9 de 20) não são estatisticamente significativos (outros 6 se localizaram no intervalo]10, 20[que estamos considerando como uma margem de segurança). Dos ajustes com p-valor maior do que 0,10 temos uma grande dispersão de porcentagens das caudas explicadas pela distribuição. A menor porcentagem (6,4%) ocorre para a cauda positiva do Yuan, enquanto a maior porcentagem (99,9%) ocorre na cauda negativa do Yen. A distribuição exponencial possui um único parâmetro, o valor de λ . Como podemos observar nos exemplos da figura 13, quatro trechos de funções $p(x)$ conforme a equação 9 e com mesmo valor x_{min} e λ variando de 300 a 600, quanto maior o valor do parâmetro menos provável serão os valores mais extremos. Nos ajustes estatisticamente válidos o valor estimado deste parâmetro ficou entre 140,552 (Rand, cauda positiva) e 882,353 (Yuan, cauda negativa).

Figura 13 – Exemplos de distribuições exponenciais

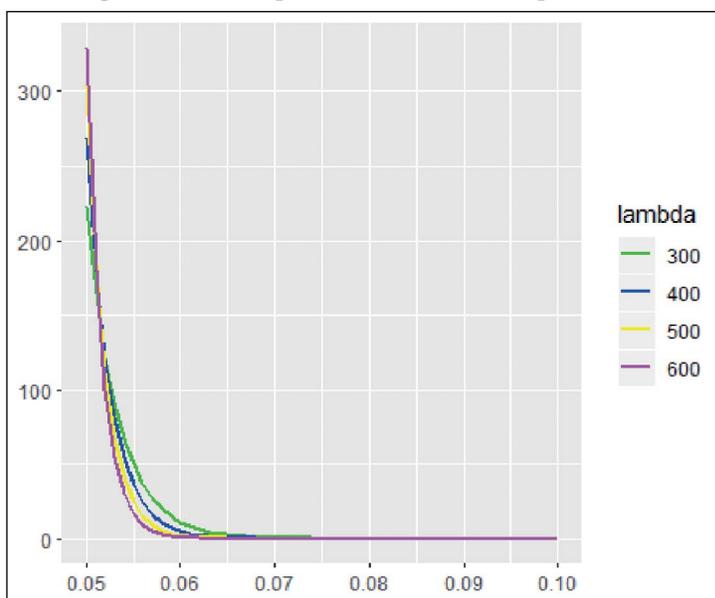


Tabela 4 – Estatísticas dos ajustes com exponencial

Moeda	Cauda	n	n_{tail}	x_{min}	λ	p-valor
Euro	Positiva	1730	756 (43,7%)	0,0039	251,149	0,147
	Negativa	1744	1093 (62,7%)	-0,0023	251,393	0,946
Franco	Positiva	1741	1215 (69,8%)	0,0020	244,069	0,483
	Negativa	1737	1505 (86,6%)	-0,0009	219,748	0,3535
Libra	Positiva	1740	1219 (70,1%)	0,0019	234,888	0,004
	Negativa	1745	870 (49,9%)	-0,0034	269,673	0,815
Peso	Positiva	1696	1622 (95,6%)	0,0004	188,811	0,509
	Negativa	1802	1532 (85,0%)	-0,0011	224,752	0,001
Rand	Positiva	1705	968 (56,8%)	0,0055	140,552	0,1705
	Negativa	1785	1049 (58,8%)	-0,0050	161,029	0,019
Real	Positiva	1712	1683 (98,3%)	0,0002	138,556	0,0035
	Negativa	1783	1483 (83,2%)	-0,0014	151,832	0,0025
Rúpia	Positiva	1673	1652 (98,7%)	0,0002	275,689	0,58
	Negativa	1730	1729 (99,9%)	-0,0001	311,385	0,073
Won	Positiva	1679	1675 (99,8%)	0,0000	211,492	0
	Negativa	1759	1754 (99,7%)	0,0000	225,719	0
Yen	Positiva	1755	1148 (65,4%)	0,0022	240,667	0
	Negativa	1722	1721 (99,9%)	-0,0001	219,046	0,314
Yuan	Positiva	1553	99 (6,4%)	0,0032	498,136	0,5415
	Negativa	1727	1081 (62,6%)	-0,0004	882,353	0,2705

Após os ajustes nós precisamos comparar as distribuições. Como estamos dando ênfase para o ajuste com leis de potência vamos comparar os ajustes considerados estatisticamente válidos para este tipo de distribuição com novos ajustes com lognormal e exponencial para os mesmos conjuntos de valores extremos como definido ao final na seção 2. Os resultados estão sumarizados na Tabela 5. Como visto, se a estatística do teste for positiva devemos observar o valor do teste monocaudal, vamos refutar a hipótese nula caso o p-valor seja menor do que 0,10. Neste caso a distribuição de lei de potência configura um ajuste melhor do que o alternativo. Quando o valor da estatística for negativo devemos observar o teste bicaudal, se o p-valor for maior do que 0,20 (porque envolve os dois lados da distribuição do teste) não refutamos a hipótese nula de que os dois ajustes são estatisticamente indistinguíveis. Como podemos observar na Tabela 5 não podemos afirmar que os ajustes com lei de potência e lognormal são estatisticamente distinguíveis para estes trechos. Para a comparação de lei de potência e exponencial temos que a lei

de potência é um melhor ajuste para: Euro (cauda negativa), Franco (ambas as caudas), Libra (ambas as caudas), Peso (cauda positiva), Real (ambas as caudas), Rúpia (cauda negativa), Won (ambas as caudas), Yen (cauda negativa) e Yuan (cauda negativa).

Tabela 5 – Estatísticas da comparação entre distribuições

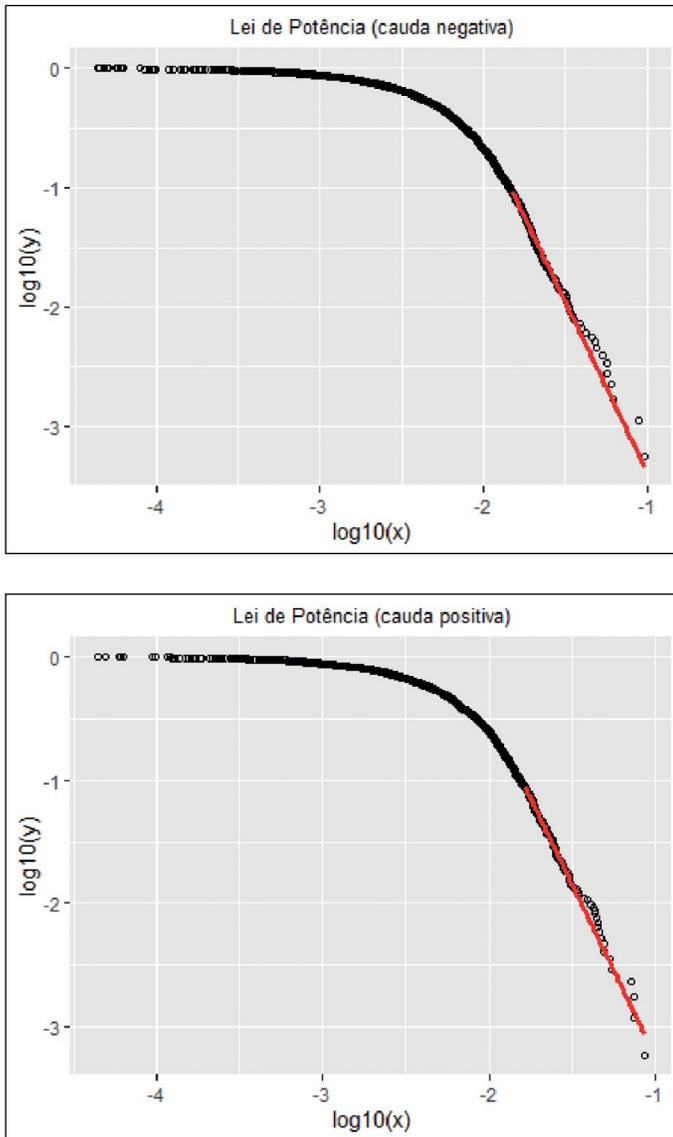
Moeda	Cauda	Lei de potência e lognormal			Lei de potência e exponencial		
		Estatística do teste	p-valor monocaual	p-valor bicaual	Estatística do teste	p-valor monocaual	p-valor bicaual
Euro	Negativa	-0,147	0,559	0,883	1,282	0,100	0,200
Franco	Positiva	0,066	0,474	0,947	1,293	0,098	0,196
	Negativa	0,062	0,475	0,951	1,636	0,051	0,102
Libra	Positiva	0,083	0,467	0,934	2,050	0,020	0,040
	Negativa	0,071	0,472	0,944	2,172	0,015	0,030
Peso	Positiva	0,061	0,476	0,952	2,166	0,015	0,030
	Negativa	-0,573	0,717	0,566	0,902	0,184	0,367
Rand	Positiva	-0,352	0,638	0,725	0,722	0,235	0,470
	Negativa	-0,723	0,765	0,470	1,217	0,112	0,224
Real	Positiva	-0,117	0,547	0,907	1,949	0,026	0,051
	Negativa	0,067	0,473	0,946	2,274	0,011	0,023
Rúpia	Negativa	-0,237	0,594	0,813	1,722	0,043	0,085
Won	Positiva	-0,600	0,726	0,549	1,842	0,033	0,066
	Negativa	-0,179	0,571	0,858	1,739	0,041	0,082
Yen	Positiva	-0,691	0,755	0,490	0,562	0,287	0,574
	Negativa	-0,371	0,645	0,710	1,461	0,072	0,144
Yuan	Negativa	-0,719	0,764	0,472	1,444	0,074	0,149

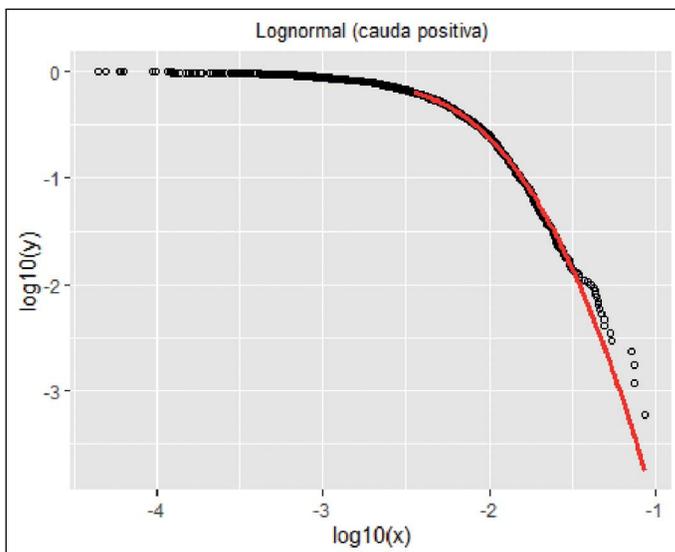
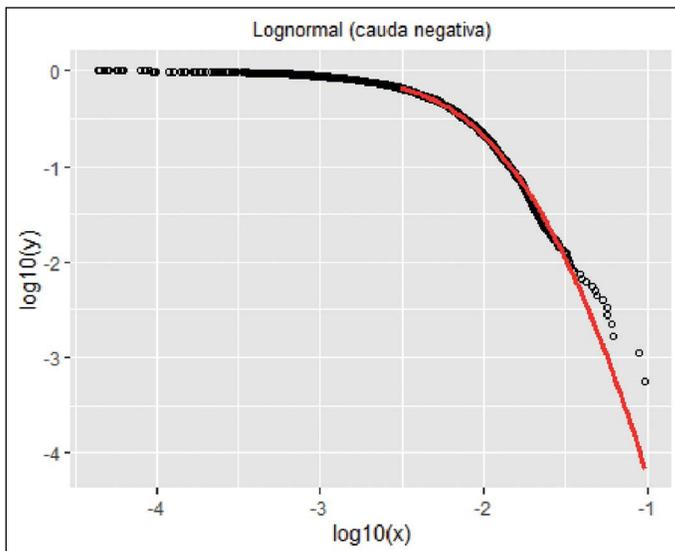
Deste conjunto de informações, podemos resumir que os ajustes com lei de potência obtiveram níveis mais seguros nos testes de plausibilidade que os demais ajustes. Além disso, para os intervalos explicados pela lei de potência estatisticamente significativos existe uma recorrente vantagem em relação ao ajuste exponencial, mas o mesmo nunca ocorre com o ajuste lognormal. Em uma análise conservadora podemos afirmar que os ajustes de lei de potência podem ser aceitos (quando estatisticamente válidos) com um grau moderado de confiança, tendo como principal alternativa os ajustes lognormais.

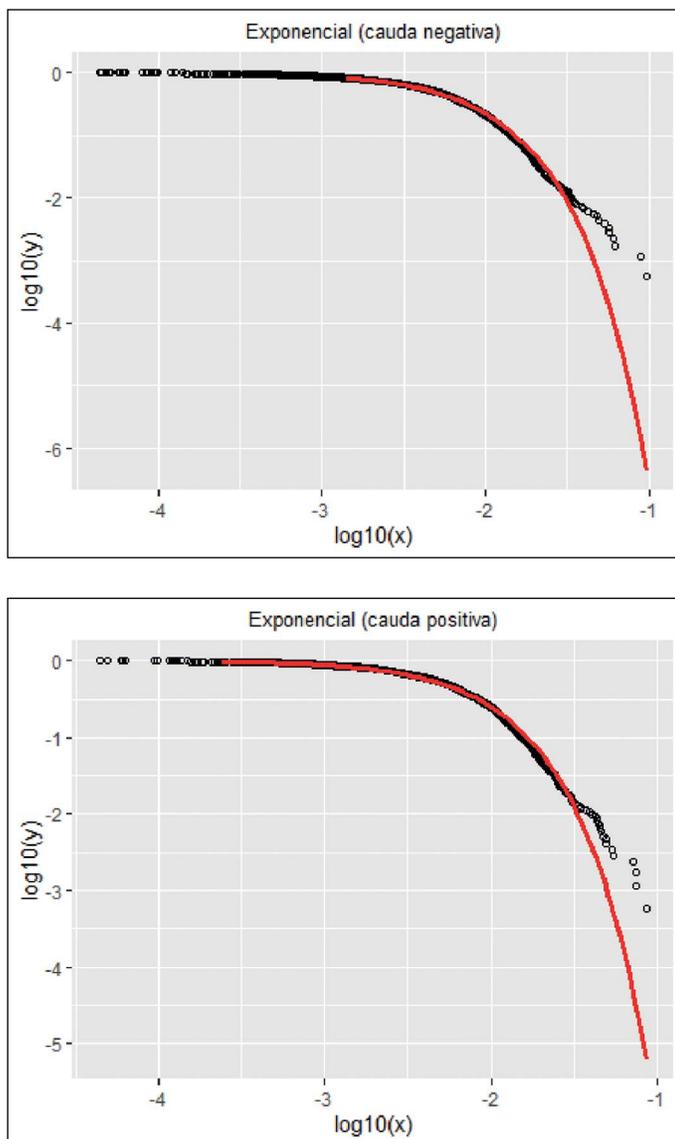
Na figura 14 observamos a complementar da função de probabilidades acumuladas empíricas para as caudas das séries para o Real. O eixo vertical apresenta, para cada ponto, $1 - F$, onde F é a frequência acumulada até o ponto e em escala logarítmica, enquanto o eixo horizontal apresenta o valor da observação (também em logaritmos). Nos gráficos os valores empíricos são apresentados em círculos abertos. A curva em vermelho é a função para

cada uma das distribuições. Como era de se esperar, o ajuste de lei de potência é uma reta. Nas investigações pioneiras esta reta era ajustada por regressão linear, escolhendo-se (de forma subjetiva) um valor para x_{min} . O que, como vimos, é dispensável com o método CSN, por exemplo. Entretanto, a análise visual não pode ser considerada sem valor. É evidente pela figura 14 que os valores mais extremos são mais satisfatoriamente explicados pelo ajuste de lei de potência.

Figura 14: Complementar da função acumulada para o Real (caudas) e ajustes



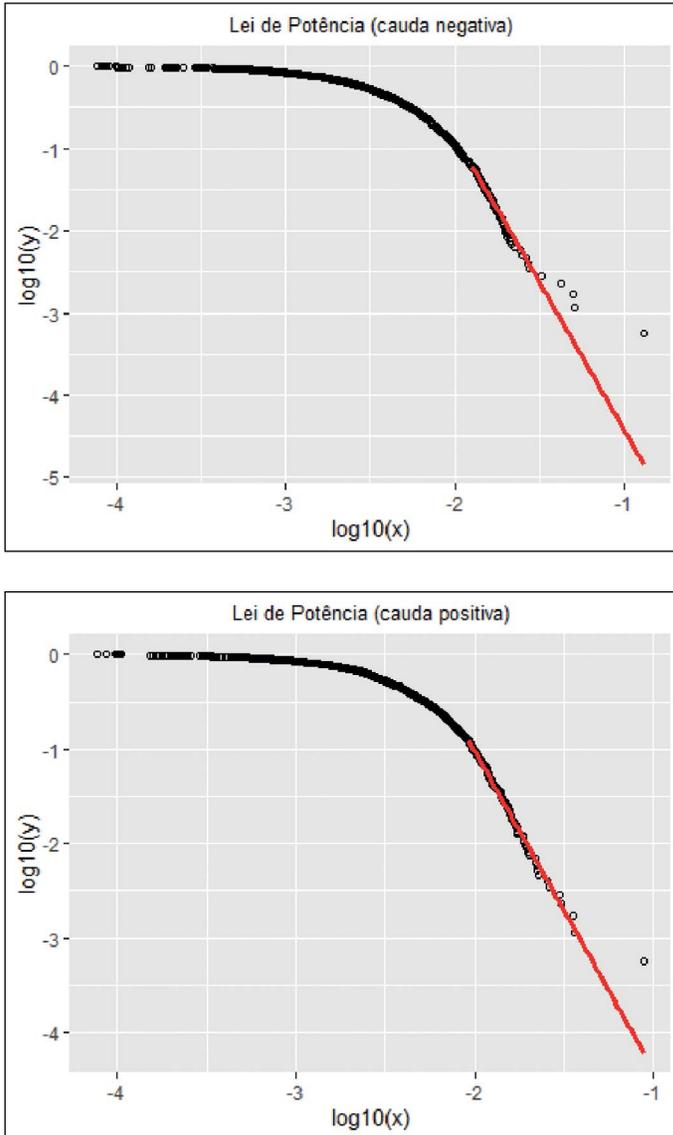


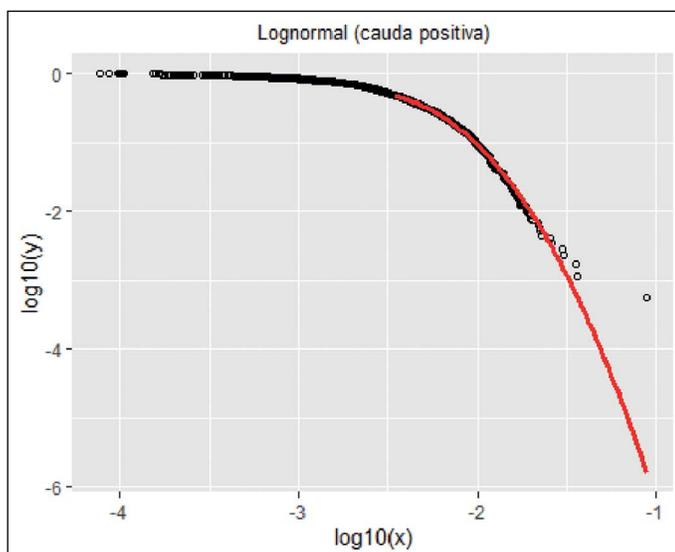
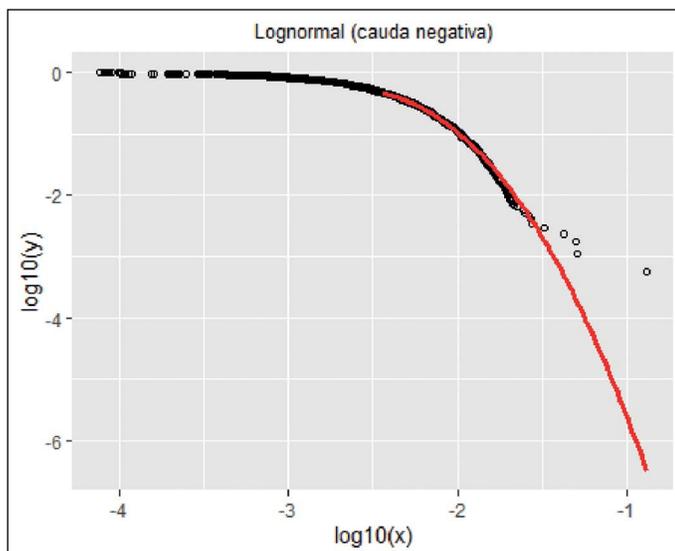


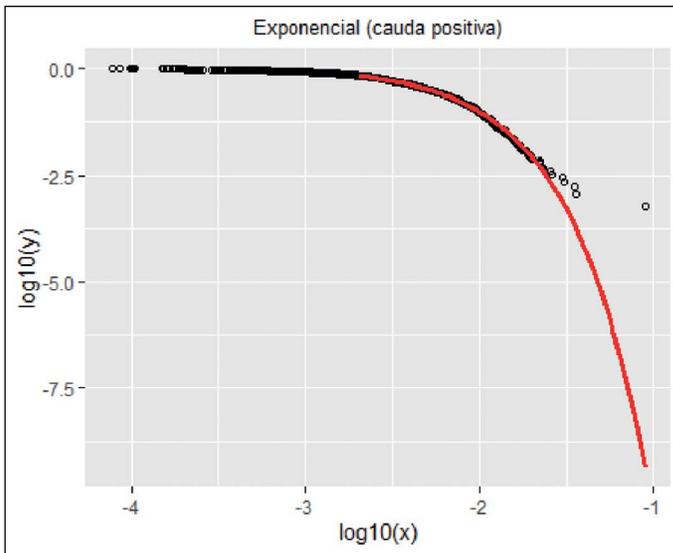
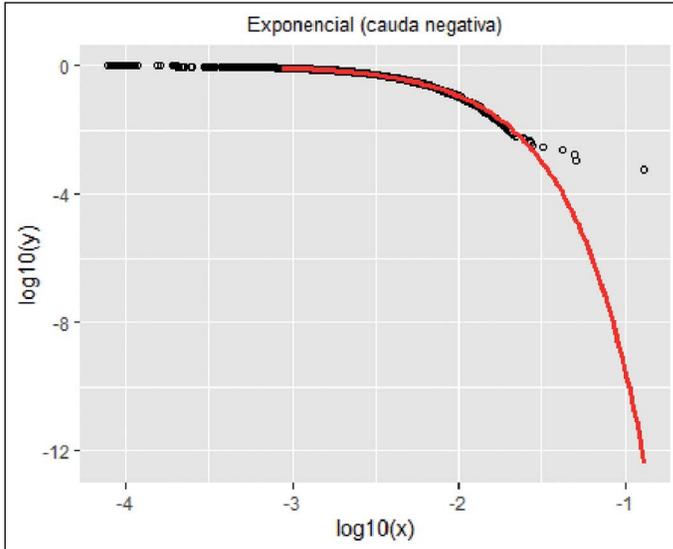
Na figura 15 temos os mesmos tipos de gráfico para as séries das caudas do Franco. Cabe lembrar que esta foi a única moeda com p-valores maiores do que 0,10 para todos os ajustes. A análise visual, neste caso, nos permite algumas observações adicionais. Para a cauda positiva existe um valor *outlier* óbvio. O ajuste em lei de potência é o que menos subestima a sua probabilidade, mas mesmo assim isso ocorre em uma ordem de 10^{-1} (observar a distância vertical entre o ponto e o final da reta). Para a cauda negativa os

ajustes parecem ser menos precisos nos valores mais extremos. A existência de valores *outliers* nas séries para o Franco já apresentava algum indício pela grande diferença observada entre os valores calculados da curtose e da curtose(-1) além das observações de serem resultados de uma mudança na política cambial, como apresentado na seção 3.

Figura 15 – Complementar da função acumulada para o Franco (caudas) e ajustes







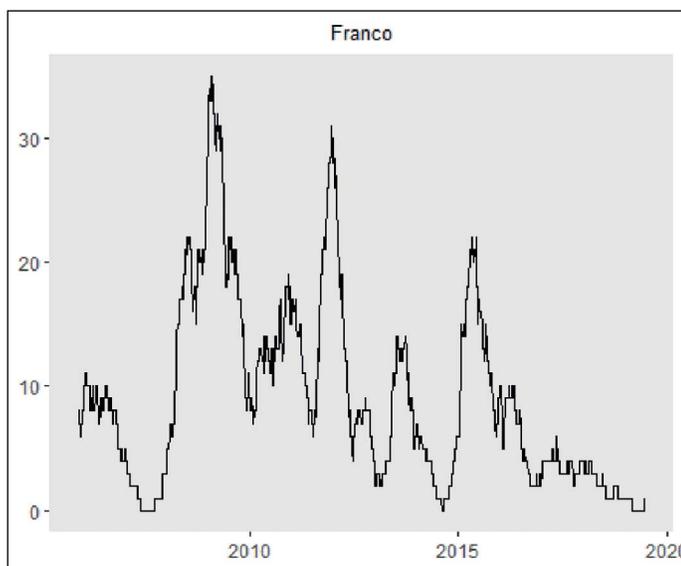
5. Desigualdade da ocorrência de valores extremos nas séries de retorno

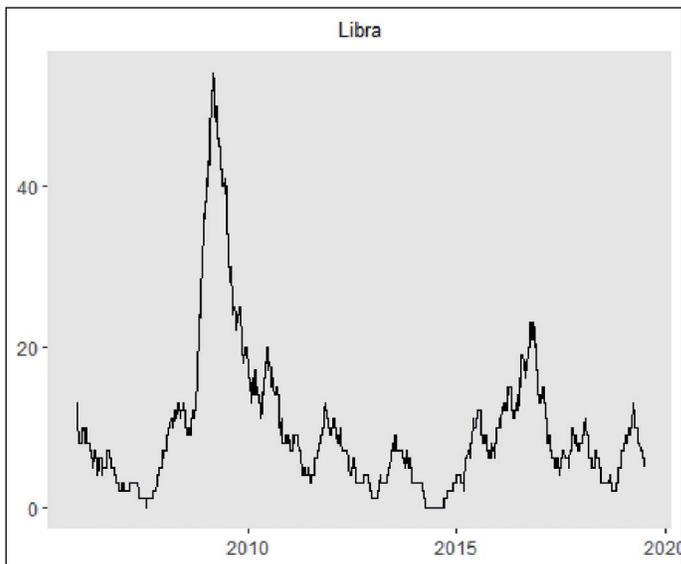
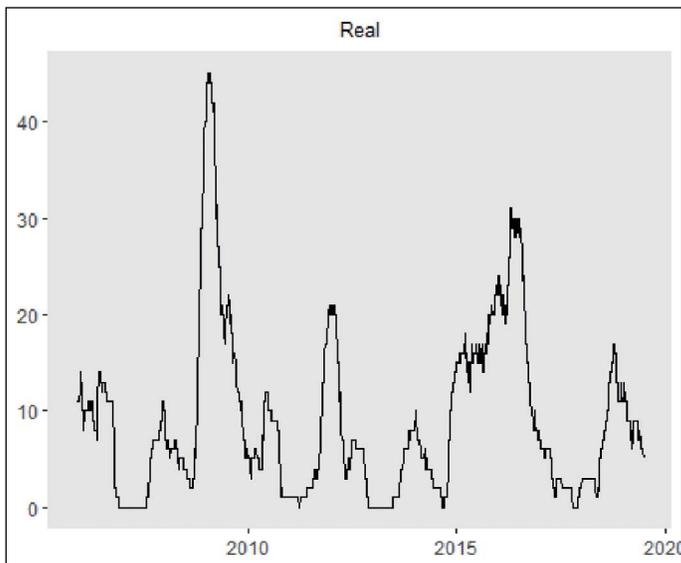
Nesta seção vamos sugerir um método para observar a desigualdade da ocorrência de valores extremos nas séries de retorno. Nós vamos considerar como valores extremos aqueles que podem ser explicados por uma lei de potência, seja na cauda positiva, seja na negativa. Desta forma, vamos

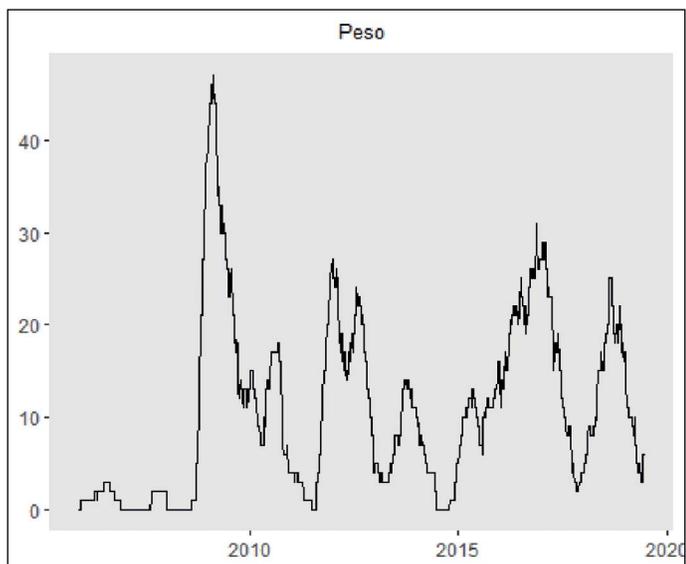
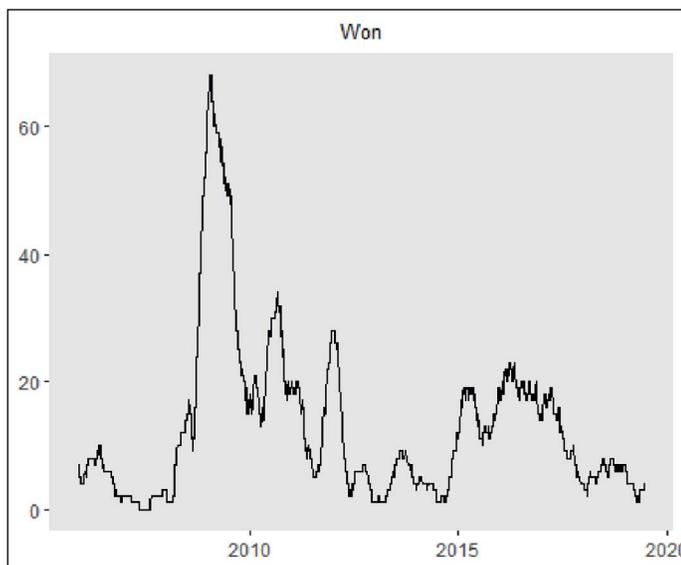
trabalhar apenas com as séries que apresentaram p-valor significativo para o ajuste de lei de potência nas duas caudas (FRANCO; LIBRA; PESO; RAND; REAL; WON; YEN).

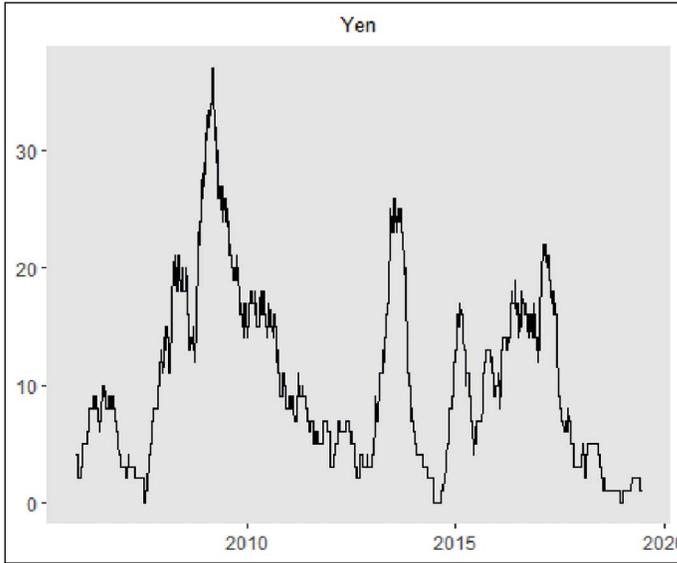
Para observarmos a frequência de ocorrências nós computamos, para cada data das séries, o número de observações com valores extremos (negativos ou positivos) nos últimos 100 dias (inclusive a data). Com esta série reconstruída podemos observar a evolução desta frequência móvel para as sete séries na figura 16. Não apenas as séries apresentam número de picos variável, como também as frequências máximas variam consideravelmente de série a série. Não obstante, é fácil observar que, para todas as séries, o maior pico de frequências ocorreu durante a crise financeira de 2008-9. A maioria das séries apresenta, também, um pico mais persistente após 2015.

Figura 16 – Frequência móvel de 100 dia para valores extremos nas séries de retorno









6. Considerações finais

Nossa principal motivação neste trabalho foi testar a presença de lei de potência em séries de retorno para taxas de câmbio seguindo uma metodologia que não é sujeita a uma análise subjetiva dos ajustes e é de fácil e acessível aplicação. Conforme evidenciado na nossa principal referência (CLAUSET; SHALIZI; NEWMAN, 2009), a presença de lei de potência ocorre geralmente apenas para extremos acima de um valor mínimo em séries empíricas. Ao empregar o método CSN para ajustar e testar a qualidade dos ajustes de distribuições na forma de lei de potência, lognormal e exponencial para as caudas das séries de 10 taxas de câmbio em relação ao dólar, 20 caudas ao total, verificamos que em nada menos do que 17 havia um ramo que pode ser explicado por uma lei de potência. Na comparação do ajuste de lei de potência com as outras distribuições, a lei de potência nunca pode ser descartada nestas 17 séries, enquanto a alternativa em exponencial é geralmente descartada. Desta forma, sendo conservadores com relação aos resultados observados, classificamos a presença de lei de potência nestas séries com um grau de confiança moderado. Nossa sugestão é que esta característica deve ser considerada como um fato estilizado apreciado em estudos destas séries.

REFERÊNCIAS

- CARNEIRO, R. M. Globalização Financeira e Inserção Periférica. **Economia e Sociedade**, v. 8, n. 2, p. 57-92, 1999.
- CLAUSET, A.; SHALIZI, C. R.; NEWMAN, M. E. J. Power-Law Distributions in Empirical Data. **SIAM Review**, v. 51, n. 4, p. 661-703, 2009.
- DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PLIHON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341-372, 2014.
- DORNBUSCH, R. Expectations and Exchange Rate Dynamics. **Journal of Political Economy**, v. 84, n. 6, p. 1161-1176, 1976.
- FAMA, E. F. Mandelbrot and the Stable Paterian Hypothesis. **The Journal of Business**, v. 36, n. 4, p. 420-429, 1963.
- GABAIX, X. Power Laws in Economics and Finance. **NBER Working Papers Series**, n. 14299, 2008. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w14299.pdf>.
- GILLESPIE, C. S. Fitting Heavy Tailed Distributions, The PowerLaw Package. **Journal of Statistical Software**, v. 64, n. 2, p. 1-16, 2015.
- GILLESPIE, C. S. The PowerLaw Package: Examples (Last update: January 10, 2019). **Mimeo**, 2019. Disponível em: https://cran.r-project.org/web/packages/powerLaw/vignettes/b_powerlaw_examples.pdf.
- IMI-RUC. International Monetary Institute - Renmin University of China. RMB Internationalization Report 2017, **Research Report**, n. 1702, 2017.
- MANDELBROT, B. The Variation of Certain Speculative Prices. **The Journal of Business**, v. 36, n. 4, p. 394-419, 1963.
- MANTEGNA, R. N.; STANLEY, H. E. Stochastic Process with Ultraslow Convergence to a Gaussian: The Truncated Lévy Flight. **Physical Review Letters**, v. 73, n. 22, p. 2946-2949, 1994.

MANTEGNA, R. N.; STANLEY, H. E. **An Introduction to Econophysics: Correlations and Complexity in Finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.

NOIJE, P. V.; DE CONTI, B.; ZUCKER, M. China: capital flight or internalization of renminbi? **Review of Keynesian Economics**, 2021 (forthcoming).

POPOV, V. **Mixed Fortunes: an history of China, Russia, and the West**. Oxford: Oxford University Press, 2015.

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

WEI, H. L.; BILLINGS, S. A. Power-law behaviour evaluation from foreign exchange market data using a wavelet transform method. **Physics Letters A**, v. 373, n. 37, p. 3324-3329, 2009.

CAPÍTULO 13

A MARXIST APPRAISAL OF THE STATE THEORIES OF MONEY

Marco Antonio Rocha

1. Introduction

The changes within the capitalist system between the decades of 1970 and 1980 have stimulated the theoretical debate about topics particularly dear to political economists. The decline of the welfare state and all the critiques in regards to the limits of state interventionism motivated a reevaluation of several analyses in political economy. On the other hand, the abandonment of the dollar-gold standard and consequently of the link between banking money of the international capitalist system and the metallic standard that ensured its materiality exposes the necessity of a reinterpretation of the Marxist theory of money.

If the abandonment of the gold standard generated some criticism against theories based on a direct connection between the labor theory of value and commodity money, it also showed the importance of the political dimension supporting the international monetary system. From a theoretical perspective, the importance of building a bridge with a monetary theory that is both compatible with the inconvertibility of money and the fact that its acceptance is based on the sphere of social relations has been producing a debate that sometimes adheres to simplistic conceptions about the functioning of money or the state or follows the direction of a not very discerning eclecticism.

This article aims to contribute to the completion of this important gap, namely, by understanding the theoretical place of paper money of legal tender in national territory (*state money*) in the work of Karl Marx as an object of the political action of the national state¹. The importance of this uncompleted gap is that it brings to the analysis a perspective that considers both the international monetary system and the managment of national currencies

1 In regards to this issue, D. Foley (2005: 46) argues that: "Is it purely a matter of historical accident that liabilities of the state have come to play the role of measure of value for the world of commodities? After all, there is no real obstacle to the spontaneous re-emergence of gold or petroleum as a de facto measure of value and world money. The current situation suggests a remarkable symbiosis between capital and state, and calls for a unification of the Marxian theories of money and the state".

by each national state as an object of direct political action. In this regard, it is understood that any State Theory of Money should include in its theoretical dimension money as an object of organized political action whose structure concretely lies in the institutionality of the monetary authority. In this perspective, the Monetary State Apparatus is the concrete form of class domination over the State Money.

The article uses the definition proposed by Suzanne de Brunhoff (1985, p. 62) as a starting point, which argues that the political management of money is by no means just the fixation of the conditions of monetary supply, but “to the contrary, it falls within the articulation of the different forms of money, private banking money, central money, international money”. In this perspective, state money reflects a set of effective social practices for articulating the money-form in its various dimensions. This set of effective social practices acquires concreteness through the State Apparatus, which regulates and endorses the regulation of monetary circulation.

Considering this proposal of analysis, the article is divided into two parts. The first presents an interpretation of Marx’s theory of money, focusing on the elaborations in which Marx’s theoretical framework goes beyond capital reproduction in its general form and argues the necessity of some hierarchical dimension to ensure the reproduction of the general equivalent. The second section suggests an interpretation on how the modern monetary form grounds itself on the State Apparatus.

2. Theoretical aspects of the money-form and its reproduction

Understanding money as an object of organized political action is neither original nor exclusive to just one theoretical framework. In a more or less implicit way, it refers to a debate that extends from Mercantilism to Rational Choice Theory applied to monetary topics. One of the merits of the focus proposed in this work is precisely the capacity to relate a general and realistic theory of money – that will be presented below – with an approach to the Theory of the State that is fully compatible with the perspective adopted in regards to monetary phenomena.

Given the long polemic around Marx’s monetary theory², this paper aims to explain which dimensions of the monetary phenomenon will serve as a guide to the interpretation of money as an object of political action. Without intending to be exhaustive in the description of the Marxist monetary debate, the interpretation will try to establish the links between the contradictions of

2 A survey of the main controversies regarding the interpretation of Marx’s theory of money can be found in the book edited by Fred Moseley (2005), *Marx’s Theory of Money: Modern Appraisals*.

money in the capitalist system and the materialization of the conflicts related to these contradictions in the institutionality within the State Apparatus.

In various aspects, the Marxist approach to money adopted in this paper is close to the interpretations originally proposed in the work of S. De Brunhoff (1975, 1978), especially in terms of understanding that Marx already provides in the Book I of *Capital* what could be considered “a general theory of money”³. According to this hypothesis, at the level of abstraction of simple commodity circulation, money would – as a general equivalent – already be endowed with all the determinations inherent to commodity production that dictate its logic of development as money-form. It means that even at the level of abstraction of the process of production of capital, money already has the attributes that enable it to have a specific kind of demand.

The specificity resides in that the general equivalent represents the abstraction that is the expression of human labor converted into commodities in a system in which each commodity only finds social validation by converting itself into the equivalent of some other commodity. As all commodities must be in a state of equivalence with the others, the process must attribute the general equivalent form – that is, the expression of equivalence between them all - to a specific one. The social recognition of the money-form is a necessary product of the process of commodity circulation, in that the conversion of the product of work into commodities should be followed by a conversion of commodities into money.

Although money is first exposed through its conventional function – that is, as a means of exchange necessary for commodity circulation – Marx demonstrates how the specificity of the money-form resides in the unique characteristic that the general equivalent has in the process of production of capital. In this case, the production of commodities grants the general equivalent with an existence of its own, mediated by the use value provided by its specific social functions instead of the metal that lends it its form.

While all other commodities have their social form objectified in money-form, this one loses its price: “as against this, money has no price. In order to be a part of this uniform relative form of value of the other commodities, it would have to be brought into relation with itself as its own equivalent” (MARX, 1976, p. 189). This statement serves to introduce the idea that once the general equivalent is recognized as such, even in the case of money-commodities such as gold and silver, it becomes divorced from its labor

3 In the words of Brunhoff, it is through the study of “the monetary characteristic of money” – that is, in abstract and “without regard to its concrete forms and its role in capitalism” – that it is possible to “avoid two errors which hinder our understanding of the role of money in capitalism, the confusion of money with commodities and of money with capital” (BRUNHOFF, 1976, p. 14).

value – that is, its existence as metal-money becomes redundant to its social existence. This does not necessarily mean that money should or should not be a commodity, but simply argues that Marx's theory also included the problem of the immateriality of money⁴.

In short, the relationship between the value of a commodity and the monetary expression of this value acquires a dynamic of its own. "The possibility, therefore, of a quantitative incongruity between price and magnitude of value, i.e. the possibility that the price may diverge from the magnitude of value, is inherent in the price-form itself" (MARX, 1976, p. 196). In this regard, the idea of a numerary-commodity or money-commodity appears in Marx already emptied of its materiality. However, by denying its existence as a commodity, Marx also criticizes the conception of the value of money as deriving from a mere application of force by the state⁵, given that the problem resides precisely in the conditions that make possible the existence of a commodity with the specific social functions that allow for its existence as money-form⁶.

By repeatedly adopting gold as an example of money throughout his work, Marx is, among other reasons, signaling at an explanation of the contradictory nature of money and exemplifying that although materially tied to a commodity, the specifically capitalist determinations of monetary circulation are still present. But it is the specific social functions of the money-form that define its relationship with other commodities; similarly, it is the production and circulation of commodities that provide the necessary mediation for the existence of money as general equivalent.

The distinction made by Marx between paper money and metallic money also serves to reinforce the distinction between the functions of money, with metallic money being used to describe the function of measure of value and paper money used to reinforce that of a means of exchange. In this regard,

4 This point was a topic of long controversy, mostly based on the critique by Donald Lavoie (1986) arguing that the inconvertibility of dollar into gold made Marx's theory of money obsolete. For another more recent argument stating that Marx's theory of money was based on its convertibility with some commodity, see C. Germer (2005).

5 As evidenced by a few passages in manuscripts preceding *Capital*, Marx's theory of money has as one of its starting points the English debate that lasted from the end of the VII century until around the VIII century about the attempts to change the standard of value, in particular regarding the debate raised by Locke concerning intrinsic value and the consensual value of money and the standpoints of Barbon, Law and Steuart, for example (COUTINHO, 2010).

6 "The process of exchange gives to the commodity which it has converted into money not its value but its specific value-form. Confusion between these two attributes has misled some writers into maintaining that the value of gold and silver is imaginary. The fact that money can, in certain functions, be replaced by mere symbols of itself, gave rise to another mistaken notion, that it is itself a mere symbol. [...] The difficulty lies not in comprehending that money is a commodity, but in discovering how, why and by what means a commodity becomes money" (MARX, 1976, p. 185-186).

paper money is used as a resource to expose the process of “dematerialization of all circulating money” (BRUNHOFF, 1976, p. 35). Even so, as the issue of the metallic standard in Marx’s work is controversial, it requires a little more attention.

The confusion around commodity-money probably also arises from the fact that “money is itself a commodity, an external object capable of becoming the private property of any individual” (MARX, 2013, p. 187), with its use value tied to the particular characteristics that are attributed by its character of general equivalent. In other words, money represents a commodity that operates only as a value; that is, a commodity where the material form was absorbed by the social form (PAULANI, 2009).

At this point, Marx differentiates all the social functions of money in its many forms of existence, typically exemplified by the conventional functions of means of circulation, measure of value and reserve of value. Thus, “the paper money issued by the state and given forced currency”, as a result of the function of money as a means of circulation, differs from “credit-money” due to the fact that this is a particular result of money as a “means of payment” (MARX, 1976, p. 224); which, in turn, arises from the fact that the general equivalent is also an objective expression of the transacted values. Lastly, money as a “hoard” is the result of money also being a “universal representative of material wealth” (MARX, 1976, p. 230).

The dynamic related to money as hoard is defined based on the contradictions it poses to the exercise of the others functions. While in its function as a measure of value money performs only the function of unit of account, in its ideal existence as a means of circulation, money depends on its availability alongside the commodities. In this regard, hoarding is a regulating factor of the amount of means of payment available and the requirements that arise from the production of commodities.

There is a contradiction immanent in the function of money as the means of payment. When the payments balance each other, money functions only nominally, as money of account, as a measure of value. But when actual payments have to be made, money does not come onto the scene as a circulating medium, in its merely transient form of an intermediary in the social metabolism, but as the individual incarnation of social labour, the independent presence of exchange-value, the universal commodity. This contradiction bursts forth in that aspect of an industrial and commercial crisis which is known as a monetary crisis (MARX, 1976, p. 235).

At the end of the analysis of money as a means of circulation and as a measure of value, emerges the analysis of money as hoard – that is, the demand for money as a general equivalent. In this regard, the requirement

of an ultimate general equivalent with a concrete existence is shown as a requirement of the system itself, resulting from the necessary abstraction of alienated labor. The overlap of these functions defines contradictions related to money as a specific commodity, endowed with a value of specific use and, therefore, potentially subject to a similar logic to that of other commodities in capital reproduction. These characteristics allow money to fully realize the abstract form of capitalist valorization ($M - M'$)⁷, however in the form of money capital within the process of capital circulation, as demonstrated by Marx in the second volume of *The Capital*.

Marx therefore describes a monetary theory in which money is a specific commodity, whose dynamic is conditioned by the necessary existence of a general equivalent. Just as the relations of exchange between commodities must become objective in terms of their expression in some price standard quantified in money issued by a state, the equivalence between national state currencies must also be expressed in terms of some general equivalence in the global market. Therefore, as a world system, capitalism demands the expression of a general equivalence in the international sphere also – in the systemic level of capitalist reproduction. This linking of relationships imposes the hierarchization under “global money” on the international monetary system – that is, the existence of an ultimate general equivalent that functions as a mechanism of compensation for the international exchanges in the capitalist system.

Still at the level of abstraction of the “process of production of capital”, Brunhoff (1985) proposes a combination of the principle of system hierarchization with a model of political analysis situated on the national states. The analysis proposed by Brunhoff is centered on the figure of the central bank – the main contemporary form that concretely assumes the political management of money – and on its centrality as an institution that administrates the position of subordination of each national currency to the hierarchization of the international monetary system based on the fiduciary dollar.

Although the production of commodities is what determines the fundamental contradictions of the money-form, every social formation that is able to instate a currency in a defined space must necessarily deal with social relations previously constituted. The particularities of the social relations of each national space imply specific trajectories of the systems of credit and their structural articulation with the logic of the monetary phenomena. “These

7 Suzanne de Bunhoff (1976, p. 41) makes an interesting distinction here between Marx and Keynes: “One sees here what differentiates the hoarding analyzed by Marx from the liquidity preference defined by Keynes. Both imply a trade-off, between money and commodities according to Marx and between money and capital assets according to Keynes. This trade-off originates in the disequilibrium between a finite quantity (according to Marx) or a limited supply (according to Keynes) of disposable money and a specific quality of money, its universal power of exchange”.

two aspects lead to the study of the capitalist currency and its state management, related, on the one hand, to the impositions of market circulation and, on the other, to the system of credit of capitalism itself” (BRUNHOFF, 1985, p. 41). In addition, the state money (generally) does not represent the general equivalent at the systemic level, so its circulation is bound to the dynamic of the general equivalent at systemic level – namely, the “world money”.

The author adopts the usual description of the monetary pyramid to establish the existing levels of hierarchy, with the base of the system being constituted by the currency of private credit, issued by the financial system, the upper levels by paper money of legal tender, constituted nationally, and finally the general equivalent standard of the external relations. In these terms, the circuit related to the rotation of credit should go through the money form – of national circulation – similar to how the various cycles of capital circulation within the international capitalist system must go through the form of “world money” to achieve effective social validation. The link between these relations becomes especially clear in times of crisis and flight-to-liquidity processes through hierarchically superior forms of the general equivalent⁸.

The monetary authority functions as an intermediate link in this system, acting to endorse the creation of liquidity by the banking system and also to secure the convertibility rules that assure the necessary properties for legal tender money to function as a State Money. If the central bank becomes incapable of ensuring that, the national currency begins to be pressured by other monetary forms, which have their area of action amplified. Along with this process, the monetary authority also has the prerogative of establishing institutional mechanisms that may or may not sanction distributive conflicts and redistribute economic losses (MOLLO; SAAD FILHO, 2001)⁹.

On the other hand, if private bank money can only receive its social validation through state-issued paper money, the state, in turn, cannot impose its

8 Although, Suzanne de Brunhoff (1985: 45) refutes the idea of superior forms of the general equivalent: “It is necessary for none of the three types of money discussed (private banking money, national money, international money) be hierarchically superior to the others as a true expression of Money. The pyramidal layout means that money from a lower level requires money from a higher level to reproduce itself as money. But all of the elements of the system sustain each other. [...] The reproduction of money as a general equivalent implies the combined use of the three levels.”

9 About this point, Mollo (2003) states: “It is this type of reasoning that leads De Brunhoff to state that the management of money by the central bank corresponds to a movement in permanent oscillation, ‘oscillation between the need to generate money for the good of the capitalist interests and the impossibility of doing so without risking exceeding the objective restrictions that ensure the validity of the money; oscillation between the state apparatus of management, which reflects the preceding contradiction, and, on the other hand, political decisions concerning the relative value of the national currency’. [...] This is one type of uncertainty that is less subjective than that of the post-Keynesians, which makes it difficult to operationalize the monetary policy and the management of the amount of money, and justifies the monetary necessity that must be then be articulated, and not independent of the government or society”.

primacy except in the sphere of commodity circulation and in the payment for its own taxes. If the credit system requires a general equivalent to recognize its transactions, the state does not have the capacity to control the exclusive adoption of its money outside the sphere of circulation – except in the payment of taxes (ITOH; LAPAVITSAS, 1999). Hence, part of the role played by the monetary authority is that of an institutionalized political mechanism that regulates practices between the credit system and their relations with the “world money”.

The management of the state money as a social relation involved in specific contradictions is thus materialized as part of the state apparatuses in its internal arrangement. The considerations presented by Mollo and Saad Filho (2001) serve as a basis to establish an important addendum to Brunhoff’s analytical proposal: the contradictions involved in the reproduction of the general equivalent are not restricted to the needs of the general reproduction of capital and the functions performed by the currency, but also involve those related to the conflicts between fractions of classes throughout the circuits of capital. Thus, it is unlikely that a satisfactory relationship between the economy and politics will be achieved based only on the logic of “capital in general”, mainly due to the contradiction inherent in the functions performed by money throughout the process of capital circulation.

It is from Book II onwards that Marx sets down his considerations regarding money in relation to its dynamic. Only by taking together the three circuits of capital (money capital, productive capital and commodity capital) does money present itself in the form of money capital. Money participates in the three circuits of capital rotation; however, only in the circuit of money capital is it the start and ending point, being precisely the general form of capital reproduction ($M - C - M'$). Even so, money participates in the other two circuits (commodity capital and productive capital), predominantly exercising one of its specific functions.

In the process of capital circulation, the three functions of money are potentially present. At each metamorphosis, money as a means of circulation is a premise of the process. Only money, throughout the circuits of capital, represents the passage from the sphere of circulation to the sphere of production. The conversion of money into commodities (including productive capital) presupposes the instrument of monetary circulation, just as the cycle of productive capital – by having as a consequence the creation of balances of idle money – presupposes money as treasure. Similarly, capital value must return to its money form at the end of the process, in order to return again to the circuit as payment of the means of production and productive labor. The circuits of capital thus have both money as a mean of payment and money

as a measure of value as a precondition to its dynamic (CAMPBELL, 1998; FINE; SAAD FILHO, 2003).

At the beginning of the process and at its end, through the realization of the commodities, money capital must present itself as a mean of payment and as a measure of value in relation to capitalist production. This does not mean that Marx is being merely schematic in terms of the functions of money; to the contrary, he is referring to the fact that it is in the union of its functions and precisely because it is simultaneously endowed with these functions that money can perform the role of capital in its general form.

On the other hand, the capital value in its monetary state can perform only monetary functions, and no others. What makes these into functions of capital is their specific role in the movement of capital, hence also the relationship between the stage in which they appear and the other stages of the capital circuit. In the present case, for instance, money is converted into commodities which in their combination constitute the natural form of productive capital; this form therefore already bears latently within it, as its possibility, the result of the capitalist production process (MARX, 1978, p. 112).

This also applies to the adoption of metallic money as an expository form for separating the problem throughout the description of the circuits of capital in Book II. The author seems to have adopted metallic money as a means of simplification with respect to two questions: that the primordial function of money at the beginning of the cycle is being a means of purchasing alienated labor and that this function includes the others throughout the circuits of capital. By adopting gold as money, Marx yet again exposes a view of the union of the monetary forms; if a commodity is presented as a “universal representative of material wealth”, it logically becomes apt to perform the other functions of money.

In considering the general forms of the circuit, and throughout this second volume in general, we take money to be metal money, excluding symbolic money, mere tokens of value which are specific to particular countries, as well as credit money, which we have not yet developed. Firstly, this is the course taken by history: credit money played no role, or at least not a significant one, in the early period of capitalist production. Secondly, the necessity of this course can be proved theoretically, in so far as everything critical that has so far been said about the circulation of credit money by Tooke and others compelled them time and again to look back at how the matter would present itself on the basis of mere metallic circulation. It should not be forgotten, however, that metallic money can not only

function as means of purchase, but also as means of payment. For the sake of simplification, we generally take it, in this second volume, only in the first functional form (MARX, 1978, p. 192).

In this regard, both credit money and paper money are possible representatives of the general equivalent. The division of capital into parts and the diachrony of the cycles of capital impose the growing expansion of the functional forms of money as means of payment. However, money as a “universal representative of material wealth” has a specific determination that departs from the sphere of structural reproduction of capital. For this reason, Marx (1977) in his work *A Contribution to the Critique of Political Economy* is concerned with enumerating the characteristics beyond that of commodity circulation that allow precious metals to play this role particularly well.

It is in the interpretation of the role of gold in the debate between his predecessors that Marx presents some interesting considerations on the complexity determination of the ultimate general equivalent – that is, as “universal commodity”¹⁰. At the same time, it is also in the discussion about the character of “world money” that references to the use of precious metals are more frequent and are shown to be more necessary in Marx’s theoretical framework, particularly to give some passages of *The Capital* meaning¹¹.

Throughout his discussion of precious metals and money, Marx shifts the interpretation of commodity money, placing the capacity of a commodity to perform all functions of money as what defines it as a “universal commodity”. Gold has value because it circulates. What seems to concern Marx is the

10 “The contradiction between numeraire gold and the gold standard of prices also leads to the contradiction between numeraire gold and the general equivalent gold, a form under which it is circulated not only within national borders but also in the global market” (MARX, 1977, p. 110).

11 The interpretation proposed by Moseley (2004) on the Monetary Expression of Labor Time (MELT) seems more appropriate to demonstrate this point. Moseley presents the problem as follows: consider the price of each commodity as being expressed in terms of the value of gold, such that $p_i = \left(\frac{1}{L_g}\right)L_i$, with L_g being the work socially necessary to produce a unit of gold, L_i the work socially necessary to produce each commodity, and the monetary expression in gold as $MELT_g = \frac{1}{L_g}$. According to Marx, the amount of metallic money in circulation would then be determined by the sum of the prices of the commodities divided by the velocity of money circulation, $M_g \leftarrow \frac{\sum P_i}{V}$. In the case of the substitution of metallic money for state paper money, the relation of convertibility of the monetary expression can be placed in terms of paper money as $MELT_p = \left(\frac{1}{L_g}\right)\left(\frac{M_g}{M_p}\right)$, with M_p being the amount of paper money. As $M_g = \frac{\sum P_i}{V}$ and $\sum P_i = \left(\frac{1}{L_g}\right)\sum L_i$, replacing the two equalities from the previous equation, we have $MELT_p = \frac{M_g V}{\sum L_i}$. This means that the monetary expression of work hours in paper money depends on the amount of money and its speed of circulation divided by the total work hours socially necessary; and, more importantly, depends neither on the amount nor the value of gold, or, as the author argues, “money has no price” (MOSELEY, 2005). Although the development of this argument would allow for the static determination of a mediated definition of the monetary expression of a unit of work socially necessary based on the aggregated statistics available in the national accounting, the empirical definition of MELT on its own does not constitute a theoretical framework for the definition of the general equivalent (FOLEY, 2005; ITOH, 2005).

relationship between the circulation and the acceptability of money. In this case, gold is included in the discussion as a material form of abstract wealth – the acceptance of gold as a concrete representative of the immateriality of wealth in the capitalist system is a precondition to the existence of a “universal commodity”, and also a precondition to the other functions of money. It is possible to hoard wealth under various forms of commodities (herds, food stocks, etc.) – it is something to be expected in a system of commodity production. However, what provides gold with its characteristic of being a “material form of abstract wealth” is its universal acceptance, its capacity to fully realize all the functions of money. It is not its metallic form but rather its social function that turns gold into a representative form of the “world money”.

The main concern in this case is the unity of the monetary functions in the process of circulation. This process unifies the various functions of money in its capital-money form; in other words, the capacity to directly acquire alienated labor is the main characteristic defining a concrete representative of wealth in an abstract form – capital. By establishing these divisions and defining the unity of money-form in the circulation process, Marx seeks to avoid the mistakes of the theory of money of his time, and likewise recognize the merits in the works of Steuart, Fullarton, and Tooke (MARX, 1977).

When the means of payment turns into just a process of bank clearing, it acts only ideally as a measure of value, but if payments must indeed be made, money must enter circulation. For this reason, it is precisely during crises, when atypical monetary phenomena take place – bank runs, dollarization of the economy, etc. –, that the relationship between the unity of the functions of money and its character of “material representative of abstract wealth” is more clearly evidenced. However, the reciprocal relationship between the different functions of money is assumed for the very functioning of the system involving credit, paper monies from national states and the global market.

Therefore, state money, as a means of circulation, only has a function while it maintains some degree of convertibility with “world money” and serves to establish the standard of measurement for the means of payment. Regardless of what materially is the “material representative of abstract wealth”, what counts here is the necessity of final hierarchization of the system for its own functioning in a minimally stable form. Similarly, money as a means of payment only functions as a measure of value with reference also to the “material representative of abstract wealth”, although this relation appears through mediation by state money. But in this case, the issues reside in the advantages obtained by the state through the definition of the circulating means and the accounting unit as a way through which the national bourgeoisies can organize their interests and participation in the international division of labor.

Marx elaborates on this point by explaining the sequence of causalities that define the ability of a certain commodity to circulate more or less – in other words, its liquidity – which depends directly on its relationship with the “material representative of abstract wealth”. However, only circulation sanctions money as a general equivalent – that is, only circulation can provide it with social validation – which characterizes a circularity of relations of causality that can only be defined with an appeal to something beyond the structure of reproduction of capital¹². This approach allows for an explanation of the recurrence of financial instability during periods when global money is contested in hegemonic crises¹³.

Therefore, given the process of reproduction of capital – in the different forms through which money enters the circuits of capital –, the functioning of the system depends on the arrangement between the levels of the monetary pyramid ensuring their reciprocal sustenance, mainly in terms of the functioning of credit. Considering the indetermination in the definition of the general equivalent at its level of “global money”, Brunhoff (2005) appears to be correct in stating that the determinations in the field of social relations of production are what define which commodity will be sanctioned as “universal money” – regardless of its material content – and whereas, particularly in the case of the fiduciary dollar, the question resides in an arrangement between the main economic and political forces to create the mechanisms to support the dollar standard.

The evolution of the monetary standard in this case does not necessarily represent a necessary or expected development of the system, like, for example, a growing tendency towards the autonomization of the money-form (PAULANI, 2009). Similarly, Foley (2005) also presents another reading that seeks to periodize the money-form. The author notes that a more appropriate description of the current monetary system would perhaps be that of a system in which the “universal commodity” is the certificate of debt from the United States Treasury, which serves to sustain national currencies and systems of credit. The dollar-standard, however, represents a monetary standard backed by “fictitious capital” – that is, based on the expectations about the behavior of public-debt securities.

The question is that, as Brunhoff (2005) notes, state money is always money from a national state and does not therefore have *a priori* characteristics that make it a candidate for the qualities of “universal commodity”. Thus,

12 As Marx reinforces: “Nature does not produce money, or bankers, or exchange rates. However, as bourgeois production must necessarily make an idol out of wealth and crystalize it in the form of a particular object, gold and silver is its appropriate incarnation” (MARX, 1977, p. 147).

13 As are, for example, the readings of the financial consequences of hegemony crises of Capitalist System in C. Kindleberger (1973), R. Gilpin (1987), and G. Arrighi (1994).

the controversies on the fiduciary standard again fall into a circularity that is only broken by moving into the domain of the “superstructure”. This is not contradictory, but only means that the functioning of the various levels of equivalence in the sphere of the global market (credit money, state money of legal tender, and “world money”) refer to a functional division of the money-form, whose necessary unity must take place during the circuits of capital. This functional division must organize itself within the class relations and must reestablish its unity in the process of circulation of capital through its social validation. Only by acquiring an institutionality of its own can money fully realize its functions on a stable basis and in accordance with the degree of development of the forces of production.

In short, the State Theory of Money that can be suggested by the work of Marx can be understood as more wide-ranging in at least two senses: (*i*) it defines the general conditions in which money is a “creature of the state” (LERNER, 1947) and its limits – that is, it does not completely contradict but rather criticizes the view of the national state as the central actor of monetary circulation; (*ii*) by also including the dimension of class relations, it becomes possible to understand monetary unions and the international monetary system as crystallizations of the power relations between the different bourgeoisies outside the national spaces. In both senses, the interpretation proposed differs from the reading of Post-Keynesian Neochartalism¹⁴, since it critiques the structure and conditions in which the state manages money.

The next section explores some issues on the Marxist State Theory that can be related to the political dimension of the general equivalent reproduction. The focus is on how the state apparatus is indispensable to endorse the reproduction of the general equivalent in its systemic level. The approach suggested in the previous section points to an understanding of state money as a political dimension on capital reproduction.

3. The state apparatus, bureaucracy, and the institutionalization of money management

In Marx’s perspective, the structure of the international monetary system and the reproduction of the general equivalent as “global” money establish a hierarchical system, which has as a pivot the general equivalent placed in a systemic level, which may be intercalated with national-based paper monies serving as the basis for the recognition of transactions from nationally

14 Among the main defenders of the recovery of the state theory of money (or chartalism) within post-keynesianism, the works of C. Goodhart (1998), R. Wray (1998; 2003), and S. Bell (2000; 2001) can be cited; for a summary of the debate on the State Theory of Money, or chartalism, see also Aggio & Rocha (2009). We can also include the Modern Monetary Theory (MMT) in this tradition.

established financial systems (BRUNHOFF; FOLEY, 2006). As the references to gold are made referencing its role as “world money” – especially in *A Contribution to the Critique of Political Economy* – Marx seems to be concerned about the attributes that preserve gold’s capacity of maintaining the unity of the function of money in the world market. Gold, in this sense, serves as a premise for the discussion about monetary circulation worldwide, insofar as its role as the “universal commodity” is taken as a given.

The main point in this case is that the existence of the general equivalent as a “universal commodity” and scriptural money (credit money) are the only stages of money in its process of circulation that are in fact necessary – the top and the basis of the monetary pyramid. Thus, paper money issued by the state is situated in the political dimension, as its existence is not directly derived from either the reproduction of capital in general or from an element inherent to the process of capital circulation¹⁵. Therefore, the State Money in Marx’s work is something constituted as a historic process, having as a conditioning factor the development of the capitalist mode of production; or, to be more schematic, it is part of the class struggle dynamic.

State money is therefore partly contingent on the social relations that give form to the capitalist state. Its historic distinction from the other forms of paper money is its ties to the Bourgeois State, equally distinct from other state forms. State money thus shares the same determinations that define the Capitalist State, and its same class content. The materialization of private currencies and the recognition of the primacy of the national currency, with a monopoly on the issuance of paper money by the national authorities, was a slow process permeated by the creation of mechanisms that ensured the limits of arbitrariness of the state in relation to its class composition. The process of consolidation of modern forms of state money is a relatively recent one, fundamentally the result of the stabilization of the interstate capitalist system during the second half of the 19th century (HELLEINER, 2003). The historic process taking place between the formation of the national state system and the institutional consolidation of its monetary authority is contingent on the process of class struggle in its national basis, as well as on the other apparatuses of the state. As an object of analysis, state money is indistinct from the political and legal institutionality that provides its materiality, just constituting another of the forms through which the Capitalist State inserts itself into the process of the reproduction of capital.

The importance of this distinction must not be neglected. The monetary structure of the national economies up until the 19th century diverged from

15 This becomes apparent when we take as an illustrative example the “dollarized” economies, such as Panama, or Argentina and Equador in the 1990s – that is, of how national financial systems may dispense with state money in certain conditions.

the contemporary structure based on state money in at least three aspects: the national currencies did not have a monopoly on the means of circulation in relation to other currencies; other forms of private money circulated alongside the state money and; lastly, the circulation of state money was far from standardized and homogenous, on the contrary, there was a set of currencies of different mintings in circulation and establishing relations of exchange between them (HELLEINER, 2003).

Like the state apparatuses, state money only sustains itself based on the same social relations that ensure class domination through the Capitalist State. In this regard, money understood as a “creature of the state” has the fundamental problem of having an abstraction – the “State” – as a theoretical starting point, a point argued in Marx’s critique in his work *A Contribution to the Critique of Political Economy* about analyses starting with the state as a unit of methodological grounding. The functioning of State Money, like the state itself, is the expression of the hegemony of a coalition of fractions of classes. Monetary policy should, therefore, be understood as the expression of certain hegemony. This explains why hegemonic crises usually affect the functioning of the standard of prices and why inflation is a phenomenon so characteristic of states in hegemonic crisis. This does not mean, as will be discussed further ahead, that the handling of monetary policy may be done merely as an instrument of a certain class fraction, but that every state currency in the capitalist system is sustained based on specific class domination.

Similarly, the recognition of the primacy of a “world money” – with or without any convertibility in gold – also depends on the adjustment of a system of international compensations and convertibility between currencies that is tied to money management norms by the national monetary authorities – including those of the United States Treasury and the Federal Reserve. Thus, the institutionality of this system refers to the consolidation of the concrete forms of capitalist system hierarchization. The forms and the content of state money management should be referenced by the fact that the monetary phenomenon is located within the relations of dependence and intercapitalist conflict between class coalitions – that is, as being one of the dimensions of Imperialism.

These issues replace state money as the result of conflicts that gain concreteness in the apparatus of the state. In turn, the state apparatuses – and in particular, the apparatus of money management – are not neutral structures. On the contrary, they incarnate political and ideological relations that are constituted as “material practices” of these apparatuses based on the relations of production (POULANTZAS, 1975). Money management is not, therefore, a mere instrument of the rentier bourgeois, but incorporates the relations of power and the consensuses materialized in the state apparatus. On the other

hand, according to the functional logic of the international monetary system, it also incorporates the relation of dependence and consensus between the bourgeoisies of the various countries which define the political structure that gives support to the functioning of the international monetary system. State money thus incarnates the form through which the contradictions of the capitalist mode of production are expressed through the mediation of the state apparatuses. In this regard, a more detailed characterization of the Bourgeois State is worthwhile in order to contextualize State Money management centered on the relations of social classes.

The consensus around certain topics from the end of the 1970s between the relational (which defined the state as a social relation) and the derivationist theories (which sought to derive the state-form from the value-form) established an elementary theoretical structure for the contemporary discussion of the Theory of the State within the Marxist tradition (CARNOY, 1988). The debate of the second half of the 1970s was centered on the criticism of what could be called an “instrumentalist” view of the state, in the attempt to build a Theory of the State opposed to the mechanistic and functional view of the state, as an entity instrumentally subordinated to a coalization of classes. According to Poulantzas (1973, 1975), the basic premise is that the dominant classes are not cohesive, but rather compose a fragmented domination, and exert this domination through a Power Bloc¹⁶. By representing a set of fragmented interests, the state must present itself as a structure endowed with some autonomy in relation to the class fractions that comprise the power bloc. Thus, the state does not have a monolithic structure, but is a set of apparatuses molded by the relations between classes tied to the contradictions of the mode of production.

The state apparatuses are not, therefore, a simple appendix of the state, but are organically tied to the exercise of power by the class fractions that comprise the power bloc. The internal coherence of the capitalist state, whose structure is shown as fragmented and impregnated with contradictions between classes, is restored through the hierarchical organization of its apparatuses and the staggering of its spheres of action and its limits, which restores the internal unity of Capitalist State. The materiality of the state is the manifestation of the contradictions inherent to the objective conditions of the relations of production.

16 Regarding the concept of “power bloc”, Poulantzas (1973, p. 300) clarifies that: “Social forces, therefore, do not share institutionalized power; what we have here is the case of several classes and fractions present on the terrain of political domination, which are able to assure this domination only to the extent that they are politically unified. The state derives its own unity from this plurality of dominant classes and fractions, in so far as their relation is incapable of functioning by means of a share-out of power and needs the state as the organizational factor of their strictly political unity”.

In this perspective, each bureaucracy that forms the state apparatus has a specific relation with the function for which it was created, and that is revealed through their technical specialization and the defense of their interests and priorities within the framework of interbureaucratic conflict. On the other hand, social conflict regarding a specific subject is initially mediated by the framework of its specific bureaucracy. Thus, bureaucracy reveals a specific system of organization and internal functioning of the state apparatus (POULANTZAS, 1973). It is this very specificity of the bureaucracy as an organizing category of conflict within the apparatus of the state that allows the state to build mechanisms of reorganization of its own internal coherence in relation to the capitalist mode of production, regardless of the class fraction that occupies the political direction of state power.

Thus, the state apparatuses constitute a set of mechanisms whose institutionality is based on structures of intermediation and prioritisation of conflicts, apparatuses of selection and filtering of vested interests which are functionally forms of limiting the reach of decisions of the various bureaucracies. The apparatuses therefore incorporate the unity of the contradictions in the various stages in the circuits of capital reproduction through their own mechanisms of “staggered filtering” of the interests of each fraction of the bourgeoisie – that is, by means of the institutional materiality of the mechanisms of “structural selectivity”¹⁷ of policies (POULANTZAS, 1977; HIRSCH, 1977; OFFE, 1974).

The process that ensures the capitalist state’s monopoly of currency issuance, in this perspective, is preceded by a process of negotiation and subordination of the national state prerogatives in “creating” the demand for its money through tax collection and the political limits to issue its own money. What the state could or could not do with its own currency was part of the historical consolidation of the political capacity of the Capitalist State to issue money, expressed concretely in the state apparatus of monetary management. The consolidation of State Money and the construction of the state apparatus of monetary management must be taken as a single phenomenon.

17 The concept of “structural selectivity” is characteristic of the late work of Nicos Poulantzas, but the characterization by Joachim Hirsch (1977, p. 100) offers a good summarized definition: “In order to clarify this problem, we turn to the concept of ‘structural selectivity’ of its own class to the political processes of elaboration of decisions at the heart of the bourgeois state. It can be demonstrated that the bourgeois state, due to its specific form and the bureaucratic internal modes of functioning that result from it, is shown concretely as a system, deeply staggered, of filters, barriers, and instances of transformation and handling of political requirements and of articulating needs: a system which, in the way in which it functions, structurally has two purposes, namely, on the one hand, to forearm itself against the ‘dysfunctional’ demands from the point of view of maintaining the domination of the bourgeois class and, on the other, to formulate and impose the general interest of the bourgeois class (in the long term)”.

The debate which followed between the perspectives of the Theory of the State largely served to define a formal base for the definition of the Bourgeois State. In terms of its functioning, the Bourgeois State distinguishes itself by its mechanisms of selectivity in relation to class domination and by the structures that must support the process of capital reproduction. By having its limits of operation and legitimacy directly related to the continuity and stability of the process of capital accumulation, the mode of production defines a set of “objective imperatives”¹⁸ for the usual forms of state intervention – such as the preventive management of economic crises, and the stabilization of economic relations (OFFE; RONGE, 1975; OFFE, 1980).

While the analytical description of these structures served as the basis for a theory of the state, it was not able to go beyond a functionalist and formalist definition of the state. Therefore, the critique by Simon Clarke (1977) is valid in arguing that Althusserian approaches, by addressing a certain finished form of the capitalist state – in this case, the European welfare state – and resorting to the structuralist distinction between the economic and the political, tend to lose the historicity of the state-form in relation to the transformations in the mode of production. This type of critique became common during the 1980s based on the transformations in the mode of capitalist production and the ways in which these transformations formally affected the capitalist state (BONEFELD, 1987).

Although the reformulation of the derivationist theory of the state at the end of the 1970s explicitly sought to remove functionalist content from its analysis¹⁹, the critiques against neo-Gramscian analyses served to point out the static bias from part of this perspective. In parallel, Bob Jessop sought to recover some contributions in an effort to go beyond the analysis of the negative agenda of the state, which was also striking in this perspective (i.e., its participation in mitigating the contradictions of the mode of production, typified, for example, in anti-cyclical policies), and inserted the strategic forms of involvement of the state in the analysis. Thus, Jessop (1983; 1985)

18 In terms of a theoretical balance on the debate, Jürgen Habermas (1976, p. 60) points out that this perspective “conceives ‘structure’ as a set of sedimented selection rules that prejudice what is recognized as a matter requiring regulation, what is thematized, what – with what priority and by which means - is actually publicly regulated, etc. The relatively stable administrative patterns of helping and hindering are objectively functional for capital realization, that is, they are independent of the professed intentions of the administration. They can be explained with the aid of selection rules that predetermine the consideration or suppression of problems, themes, arguments, and interests”.

19 The article by Joachim Hirsch from 1978 is explicit in refuting the critique against the derivationist approach for being functionalist. For Hirsch (1978), the contradiction present in dividing the added value between the categories of appropriation - profit, interest, and income - prevents the teleological subdivision of the functions of the state directly from the reproduction of capital, with the class struggle always being contingent on the evolution of the historic process of capital accumulation.

saw through the concept of “historical bloc” to insert the discussion regarding strategic actions of the state in the international sphere, proposing a “strategic-relational” approach to the state as a complement to Poulantzas’s theory. The theoretical contribution by Jessop allowed the inclusion in the analysis yet of the strategic functions of the state in relation to intercapitalist conflict, including the strategies of national money management in the hegemonic dispute.

Generally speaking, from the 1980s on, the debate has carried on in search of a theoretical synthesis between social actions – in this case, the relations of production, molded by class struggle – and structure, thus following a similar direction to that of the contemporary debate in the social sciences after the decline of the Structuralist approaches. In the two main cases – the Regulation School and the theory of the Social Structure of Accumulation –, the construction of concepts largely reflects this purpose. In the case of the topic addressed here, the Regulation School advances more in establishing a more specific theoretical place for money and monetary management in a perspective closer to the one suggested in this paper; more precisely, in a perspective that seeks to situate monetary management as a synthesis between class struggle and the structural logic of capitalist reproduction.

The notion of regime of accumulation is in some sense a concept that offers a synthesis between structures and class relations in relation to the historical forms of capital reproduction. The main argument is that class conflicts and the mode of production establish relations that require the establishment of institutionalized regularities capable of providing coherence to the process of social reproduction. Although it represents a notion that has generally been well understood, the concept of regime of accumulation, used by a relatively large group of authors, has a series of divergences in its interpretation. However, it is possible to delimit some consensual notions on the definition of regime of accumulation. Firstly, there is the idea of the institutional essentiality in the “momentary overcoming of limits immanent from the capitalist mode of production” (CHESNAIS, 2002, p. 1). This is embodied in institutions that assure the stabilization of some mechanisms that support capital reproduction. These institutions are materialized in a set of formal institutions that contain the class conflicts and regulate the forms of appropriation of the surplus value.

The establishment of a regime of accumulation presupposes the dissemination of mechanisms that define some structural regularities, which tend to reproduce the logic already defined by the movement of the central economies in the rest of the capitalist system. The result is a certain standard of analyses which at times neglect strategical and protection measures created by others bourgeoisies in their national spaces and how they shape distinct trajectories of adaptation of the dominant classes to changes caused in the world system.

Both aspects are historically of great importance in describing the stabilization of different degrees of division within the global capitalist system²⁰.

Despite the pertinent critiques, this type of approach offers a theoretical framework in which the reproduction of the money-form is presented as contingent on the development of the relations of production and materialized through the institutionality of the interstate system (AGLIETTA; ORLÉAN, 1982; AGLIETTA; MOATTI, 2000). It is a kind of theoretical framework that enables analyses centered in the monetary state apparatus but recognizes that the evolution of this apparatus is also embedded in a structural and systemic logic.

In order to advance in the theoretical organization of the debate about class arrangements in respect to the management of state money, a proposal for characterizing the process can be presented in terms of the hegemony constituted in the international monetary system and based on the concrete forms of the monetary state apparatus. The main point is that the institutional framework represented by the state apparatuses for monetary management has a specific meaning, that of providing social recognition to the “universal representative of material wealth” – more precisely, that of endorsing the social recognition of “global money” through the state and simultaneously providing the operationality necessary for the functioning of the credit system in relation to the contradictions related to the diachronies of the functions of money throughout the circuits of capital. The following points summarize some aspects of consensus on the analysis of monetary management, understanding that the consolidation of state money is related to the creation of mechanisms whose main characteristics are:

- i. An imposition of general limits on the exercise of state power, separating topics that are not subject to political discussion, protecting some aspects of the decision-making process from the conjuncture of political forces, and thus creating a structure system of “non-decision” in which the fundamental determinations of social development cannot even be formulated as political

20 In this regard, Bob Jessop (1995, p. 320) comments that: “Although the regulation approach has been applied to a wide range of integral economic phenomena, its principal strengths and most distinctive contributions are in the field of macro-economics. This does not imply that it adopts a narrow *macro*-economic perspective: its heuristic and explanatory power consists above all in its concern with the regularization of *macro*-economic arrangements (accumulation regimes), various types of economic crisis, and the nature and role of social modes of economic regulation in economic stabilization, crisis-management, and the transition between accumulation regimes. Moreover, while all regulation theorists eschew teleological explanations for social modes of economic regulation and many reject *ex post* functionalist accounts, there is a strong emphasis on the emerging institutional complementarities at lower levels that sustain an accumulation regime, the character of which is often taken for granted (especially in historical rather than prospective studies)”.

- “outputs”. Consequently, they also do not become the object of political decisions;
- ii. The fragmentation of the various claims on a system of bureaucracies that operate relatively autonomously and with their own perceptions of the problems. The result is a form of political decision-making that impedes a systematic thematization of the specific class character of different administrative strategies;
 - iii. The creation of legal limits and norms that serve as mechanisms that reduce instability and manage crises. In this perspective, the accumulation of international reserves, for instance, has a fundamental role in endorsing the role of the dollar as a “material representative of material wealth”.

The constitution of state money in the capitalist states, in this sense, differs from the emergence of the general equivalent in a commodity production system on a global scale. The approach proposed here suggests that state paper money could be better understood in terms of the reproduction of the political structures of the bourgeois state, which, in terms of concrete analysis, points to a conjunction between the studies about the functioning of state money and its bureaucratic instances. Thus, state money is an element that demonstrates the inseparability of the political and economic spheres, with state paper money being understood as an expression of organized class domination through the state.

4. Final considerations

The article sought to present an alternative interpretation on the question of the value of money in Marx’s theory: firstly, by pointing out that Marx’s original interpretation was fully compatible with the idea of non-convertible money, and secondly, by proposing that the discussion on the materiality of the money-form can be overcome based on a concrete analysis of the political forms of monetary management. Thus, the main issues reside in the mechanism that assures the reproduction of some commodity as the “concrete representative of material wealth” and especially in the articulation between the national and international dimensions of monetary phenomena.

More than a proposal of an exegesis on money on Marx, the article sought to build a starting point and propose a research agenda about the political forms of management of state money in contemporary capitalism. In this regard, the reference to class relations that are incorporated in the concrete reproduction of the money-form allows for an analysis of the forms of domination embodied in the norms of functioning of the international monetary

system. In this sense, the articulated structure between state currencies and the acceptance of the inconvertible dollar as a general equivalent fully depends on the subordination of national states' apparatuses of monetary management to the hierarchical structures of the international monetary system.

A reading concerning State Money on Marx thus points to the fact that, given the current structure of the international monetary system, any policy not subordinated to the international monetary "rules" faces the boundaries of State money management imposed by the local bourgeoisie. This fact can easily be seen even in a reformist attempt to broaden the possibilities of more active monetary and fiscal policies. Despite the theoretical statement that the national state could not default in its own currency, any active monetary policy in fact faces another form of limit related to the class structure in capitalist economies.

REFERENCES

- AGGIO, G.; ROCHA, M. A. Dois momentos para a Teoria Cartalista da Moeda - de Knapp a Goodhart. **Revista Economia**, v. 10, n. 1, p.153-168, 2009.
- AGLIETTA, M. ; MOATTI, S. **Le FMI: de l'ordre monétaire aux désordres financiers**. Paris: Economica. 2000.
- AGLIETTA, M.; ORLÉAN, A. **La violence de la monnaie**. Paris: PUF. (1982.
- ARRIGHI, G. **O longo século XX: dinheiro, poder e as origens de nosso tempo**. Rio de Janeiro: Contraponto: São Paulo: Unesp. 1994.
- BELL, S. Do Taxes and Bonds Finance Government Spending? **Journal of Economic Issues**, 34, p. 603-20, 2000.
- BELL, S. The Role of the State and the Hierarchy of Money. **Cambridge Journal of Economics**, 25, p. 149-63. 2001.
- BELLOFIORE, R. The monetary aspects of the capitalist process in marxian system: an investigation from the point of view of the theory of the monetary circuit. *In*: MOSELEY, F. 2005. **Marx's theory of money: modern appraisals**. Nova Iorque: Palgrave-McMillan. 2005.
- BONEFELD, W. Reformulation of state theory. **Capital & Class**, 33, p. 96-127, 1987.
- BRUNHOFF, S. **La oferta de moneda: crítica de un concepto**. Buenos Aires: Tiempo Contemporaneo. 1975.
- BRUNHOFF, S. **A moeda em Marx**. Rio de Janeiro: Paz e Terra. 1978.
- BRUNHOFF, S. **Estado e capital: uma análise da política econômica**. Rio de Janeiro: Forense Universitária. 1985.
- BRUNHOFF, S.; FOLEY, D. Karl Marx's theory of money and credit. *In*: ARESTIS, P.; SAWYER, M. **A handbook of alternative monetary economics**. Cheltenham: Northampton: Edward Elgar. 2006.

CAMPBELL, M. Money in the circulation of capital. *In*: ARTHUR, C.; REUTEN, G. **The circulation of capital**: essays on volume two of Marx's Capital. Londres: McMillan Press. 1998.

CARNOY, M. **Estado e teoria política**. Campinas: Papirus. 1988.

CHESNAIS, F. A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1, p. 1-44, 2002.

CLARKE, S. Marxism, sociology and Poulantzas' theory of the state. **Capital & Class**, 2, p. 1-31, 1977.

COUTINHO, M. Barbon versus Locke sobre o valor da moeda. Paper presented *In*: XXXVIII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, **Anais** [...]. Salvador, 18p. 2010.

FINE, B.; SAAD FILHO, A. **Marx's Capital**. Londres: Pluto Press. 2003.

FOLEY, D. Marx's theory of money in historical perspective. *In*: MOSELEY, F. 2005. **Marx's theory of money**: modern appraisals. Nova Iorque: Palgrave-McMillan. 2005.

GERMER, C. The commodity nature of money in Marx's theory. *In*: MOSELEY, F. **Marx's theory of money**: modern appraisals. Nova Iorque: Palgrave-McMillan. 2005.

GILPIN, R. **The political economy of international relations**. Nova Iorque: Princeton Press. 1987.

GOODHART, C. Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas. **European Journal of Political Economics**, 1, p. 407-32, 1998.

HABERMAS, J. **A crise de legitimação do capitalismo tardio**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro. 2002.

HELLEINER, E. **The making of national money**: territorial currencies in historical perspective. Ithaca: Londres: Cornell University. 2003.

HIRSCH, J. Observações teóricas sobre o Estado burguês e sua crise. *In*: POULANTZAS, N. (org.). 1977b. **O Estado em crise**. Rio de Janeiro: Edições Graal. 1977.

HIRSCH, J. The state apparatus and social reproduction: elements of a theory of the bourgeois state. *In*: HOLLOWAY, J.; PICCIOTTO, S. 1978. **State and capital: a marxist debate**. Austin: University of Texas. 1978.

ITOH, M. The new interpretation and the value of money. *In*: MOSELEY, F. 2005. **Marx's theory of money: modern appraisals**. Nova Iorque: Palgrave-McMillan. 2005.

ITOH, M.; LAPAVITSAS, C. **Political economy of Money and finance**. Londres: Routledge. 1999.

JESSOP, B. Accumulation Strategies and hegemonic projects. **Kapitalstate**, v. 10, n. 11, p. 89-112, 1983.

JESSOP, B. **Nicos Poulantzas: Marxist theory and political strategy**. Londres: McMillan Press. 1985.

JESSOP, B. The regulation approach, governance and post-Fordism: alternative perspective on economic and political change? **Economy and Society**, v. 24, n. 3, p. 307-333, 1995.

KINDLEBERGER, C. **The world in depression 1929-1939**. Los Angeles: University of California. 1973.

LAVOIE, D. Marx, the quantity theory and the theory of value. **History of Political Economy**, v. 18, n. 1, p. 155-170, 1986.

LERNER, A. Money as a creature of the State. **American Economic Review**, 37, p. 312-17, 1947.

MARX, K. **A Contribuição À Crítica da Economia Política**. São Paulo: Martins Fontes. 1977.

MARX, K. **O Capital: crítica da economia política**. São Paulo: Boitempo. Livro I 2013.

MARX, K. **O Capital**: crítica da economia política. São Paulo: Boitempo. Livro II 2014.

MOLLO, M. L. A questão da independência do Banco Central: reflexões teóricas para a formulação da política econômica. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 7, n. 2, p. 333-358, 2003.

MOLLO, M. L.; SAAD FILHO, A. Reconhecimento social da moeda: observações sobre a inflação e a estabilização de preços no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 21, n. 2, p. 24-42, 2001.

MOSELEY, F. **The “monetary expression” of labor in the case of non-commodity money**. Mount Holyoke College, available from: www.mtholyoke.edu/fmoseley. 2004.

MOSELEY, F. **Marx’s theory of money**: modern appraisals. Nova Iorque: Palgrave-McMillan. 2005.

OFFE, C. **Problemas estruturais do estado capitalista**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro. 1984.

OFFE, C.; RONGE, V. Teses sobre a fundamentação do conceito de estado capitalista e sobre a pesquisa de orientação materialista. *In*: OFFE, C. 1984. **Problemas estruturais do estado capitalista**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro. 1976.

OFFE, C. Dominação política e estruturas de classes: contribuição à análise dos sistemas sociais do capitalismo tardio. *In*: VOGT, W.; FRANK, J.; OFFE, C. **Estado e capitalismo**. Rio de Janeiro: Tempo Brasileiro. 1980.

PAULANI, L. M. A autonomização das formas verdadeiramente sociais na teoria de Marx: comentários sobre o dinheiro no capitalismo contemporâneo. Paper presented *In*: XXXVII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, **Anais** [...]. Foz do Iguaçu, 24p. 2009.

POULANTZAS, N. **Poder político e classes sociais**. São Paulo: Martins Fontes. 1977a.

POULANTZAS, N. (org.). **O Estado em crise**. Rio de Janeiro: Edições Graal. 1977b.

POULANTZAS, N. **As classes sociais no capitalismo de hoje**. Rio de Janeiro: Zahar Editores. 1978.

WRAY, R. **Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability**. Cheltenham: Northampton: Edward Elgar. 1998.

WRAY, R. The Neo-Chartalist approach to money. *In*: BELL, S.; NELL, J. **The State, the market and the Euro: Chartalism versus Metallism in the Theory of Money**. Cheltenham: Northampton: Edward Elgar. 2003.

PARTE 4
NOVAS AGENDAS DE PESQUISA

CAPÍTULO 14

O ESTILO DE DESENVOLVIMENTO BASEADO EM MISSÕES SOCIOAMBIENTAIS: uma agenda de pesquisa

Guilherme Santos Mello

Até a década de 1930, o Brasil era fundamentalmente um país agrário exportador. Apesar de ter se tornado uma nação independente há mais de um século, ter abolido a escravidão e ter proclamado a república há 40 anos, a estrutura social e produtiva do Brasil ainda era de um grande latifúndio exportador de commodities, em particular de café. Quase 50% da arrecadação federal advinha da taxaço do comércio exterior e menos de 30% da população vivia em cidades. O proletariado urbano ainda era uma classe incipiente e a herança social da escravidão era a principal marca da estrutura e dos indicadores sociais brasileiros, que apresentavam uma estrutura de renda concentrada e altas taxas de analfabetismo.

Essa realidade começa a mudar de maneira acelerada a partir da década de 1930, com a ascensão de Getúlio Vargas ao poder. O “varguismo” representa uma ruptura com a chamada “república do café com leite”, uma espécie de “estado de compromisso” onde o poder era concentrado nas aristocracias regionais e o Estado se colocava a serviço desses grupos, que em grande medida eram dominados pela elite agrária. Ao longo dos anos, vai se formando um “Estado desenvolvimentista” crescentemente centralizado e que promovia ativamente políticas voltadas para a industrialização e urbanização, através de uma intervenção consciente e planejada do Estado no processo econômico. O “eixo dinâmico” da economia brasileira deixa de ser voltada para fora e é paulatinamente internalizado, através da criação de um mercado de consumo doméstico dinâmico e um parque industrial mais diversificado.

No pós-guerra, o debate econômico passou a incorporar o termo “subdesenvolvimento” para descrever a situação das economias periféricas. Na década de 1960, Furtado (1961) elaborou e definiu este conceito, criando o que conhecemos como uma “teoria do subdesenvolvimento” e o utilizando para caracterizar a economia brasileira e outras economias latino-americanas.

Uma economia subdesenvolvida é marcada pelo que ficou conhecido na literatura como “heterogeneidade estrutural” (PINTO, 1970), caracterizada pelos desníveis de produtividade entre os setores dinâmicos (exportadores)

e atrasados, provocando conjunção de desigualdade de renda, desigualdade regional, desigualdade na estrutura produtiva e baixa sofisticação tecnológica. Por todos estes motivos, também somos uma economia “dependente”, seja de crédito e capital externo, seja de tecnologias que não produzimos.

Como o desenvolvimento não é uma “linha evolutiva”, nada garantia que alcançaríamos naturalmente o padrão de desenvolvimento dos países centrais. Ao contrário, de acordo com Furtado, o subdesenvolvimento é uma realidade que tende a se reproduzir, a não ser que existam poderosas forças políticas e econômicas atuando para sua superação.

A história brasileira entre 1930 e 1980 foi marcada por uma série de tentativas de “superar” o subdesenvolvimento e minimizar a dependência externa. O conteúdo e o formato destas tentativas é o que aqui denominaremos de “estilos” e “estratégias” de desenvolvimento.

O conceito de estilo de desenvolvimento foi amplamente debatido pelos economistas estruturalistas e cepalinos na década de 1970. Segundo Pinto (1976), um estilo de desenvolvimento dá conta da forma como uma economia nacional se organiza para produzir e distribuir suas riquezas, buscando responder as questões de “o que, para quem e como produzir”, além de como será distribuído o resultado dessa produção¹.

Um país pode buscar alterar sua estrutura produtiva para fortalecer seu setor industrial manufatureiro, enquanto outro pode optar por fortalecer o setor extrativo ou o setor financeiro. Alguns países adotaram um estilo de desenvolvimento que encontrava no mercado doméstico seu principal eixo de expansão, enquanto outros se voltaram desde cedo para o mercado externo. Cada estilo de desenvolvimento parte de elementos estruturais, como a estrutura produtiva e do mercado de trabalho, e “fatores dinâmicos”, como a composição da demanda por bens e serviços, para desenhar os rumos do desenvolvimento desejados.

Diferentes estilos de desenvolvimento envolvem alterações na estrutura social: é possível adotar um estilo concentrador de renda, privilegiando a renda e a acumulação do capital, ou um estilo distributivo, beneficiando a renda do trabalho e a redução das desigualdades.

Por outro lado, o conceito de “estratégia de desenvolvimento” não possui uma definição clara na literatura. Ele algumas vezes é utilizado como sinônimo de “estilo”, ao mesmo tempo em que pode abarcar temas mais concretos, como a condução da política macroeconômica ou de políticas públicas específicas. Para Priewe, o conceito de estratégia de desenvolvimento pode ser pensado

1 “[...] visto por um ângulo estritamente econômico, poderíamos entender por estilo de desenvolvimento a maneira como, dentro de um determinado sistema, os recursos humanos e materiais são organizados e distribuídos, com o objetivo de resolver as indagações sobre o que, para quem e como produzir os bens e serviços” (PINTO, 2000[1976], p. 619).

como “*an economic conception that defines the priority goals, coherently explains how set goals can be reached, identifies the policy tools and explores tradeoffs and the time frame*” (PRIEWE, 2015, p. 3).

Se o estilo de desenvolvimento busca responder as questões de o que produzir, como produzir e como dividir os resultados da produção, a estratégia de desenvolvimento seria responsável por transformar essas respostas metas e objetivos, alinhando os instrumentos para alcançá-los. Neste texto, usaremos o conceito de “estratégia de desenvolvimento” como sendo a definição de objetivos e a combinação de diferentes instrumentos e políticas públicas (incluindo a política econômica) voltados para promover um determinado estilo de desenvolvimento.

Isso significa dizer que um mesmo estilo de desenvolvimento pode ser perseguido através de diferentes estratégias de desenvolvimento. A depender da avaliação do cenário doméstico e internacional, diferentes combinações de políticas públicas podem ser usadas para se promover o mesmo estilo de desenvolvimento.

No caso brasileiro, tomemos como exemplo dois momentos distintos nesse longo intervalo de tempo que se convencionou chamar de “nacional desenvolvimentista”. Apesar de muitos autores misturarem o longo período de 1930-80 sob a alcunha de “nacional-desenvolvimentismo”, nestes 50 anos é possível delimitar diferentes estilos e estratégias de desenvolvimento. Temas como distribuição funcional da renda, papel do Estado e preocupação social separam claramente o estilo de desenvolvimento antes e depois do golpe militar de 1964. O que unifica quase que totalmente este longo período é a busca incessante pela industrialização e modernização da estrutura produtiva do Brasil.

Entre 1945 e 1964, o Brasil vivenciou seu primeiro grande período democrático, marcado pela industrialização e urbanização. O crescimento econômico decorrente desse processo alterou a estrutura social do país, com o fortalecimento de uma classe trabalhadora e uma classe média urbana. Foi um estilo de desenvolvimento voltado para a industrialização, inicialmente através de uma política de substituição das importações (PSI), posteriormente com um crescente papel do Estado e um processo de “autonomização” do capital (MELLO, 1975).

É fato que quase todos os países que conseguiram superar o subdesenvolvimento, em algum momento de sua história, adotaram um estilo de desenvolvimento industrializante. Mas isso não significa que todos os que tentaram se industrializar lograram sucesso na superação do subdesenvolvimento, nem que todos os que conseguiram se industrializar mantiveram na indústria de transformação seu principal setor produtivo.

Para além de industrializante, o estilo de desenvolvimento deste período se assentava também na utilização de instrumentos que conformavam uma estratégia “trabalhista”, como a consolidação dos direitos da classe trabalhadora e a valorização salarial, responsáveis por promover melhorias na distribuição funcional da renda, em particular entre 1951 e 1964 (CALIXTRE, 2019).

Já entre 1964 e 1980, período marcado pela ditadura militar, também temos um período que pode ser denominado de “desenvolvimentista”, mas de caráter conservador do ponto de vista social e político. A redução do salário mínimo, o ataque aos sindicatos e o aumento da tributação sobre o consumo foram alguns dos instrumentos de política econômica que colaboraram para a perda de participação dos salários na distribuição funcional da renda e a sua maior concentração pessoal. Somado a deterioração de indicadores sociais, essas medidas apontam claramente para um outro “estilo” de desenvolvimento, mais benéfico ao capital e amplificador das desigualdades.

Na década de 1980, o Brasil havia deixado de ser uma nação primário exportadora e poderia ser considerado um país industrializado, com uma participação do valor adicionado da indústria no PIB de 31,1%, próximo ao da Alemanha ocidental (33%) e superior a países como Itália, Reino Unido e Japão. Apesar disso, o Brasil ainda estava longe de ser um país desenvolvido: a pobreza e a desigualdade de renda seguiam gritantes, tendo o índice de Gini alcançado o valor de 0,593 em 1979 (enquanto nos EUA era próximo a 0,40 e no Reino Unido a 0,32); os indicadores sociais, em particular no campo da saúde e educação, pouco avançaram (em 1980, 31,9% da população Brasileira ainda era analfabeta); a dependência de financiamento, capital e tecnologia estrangeira seguia sendo uma marca da economia brasileira. Em suma, seguíamos subdesenvolvidos e dependentes, apesar de industrializados e urbanizados.

Após a década de 1980, marcada pelo enfrentamento da crise da dívida externa e seus impactos inflacionários, a década de 1990 apresentou uma mudança significativa no estilo de desenvolvimento, ao adotar um viés “neoliberal” que visava superar o legado do “nacional desenvolvimentismo”. Neste período, o foco deixou de ser a industrialização e a internalização das cadeias produtivas e passou a se voltar para a estabilização inflacionária e os ganhos de produtividade que hipoteticamente viriam através da atração de capital externo (inclusive financeiro).

Dentre as diversas mudanças que podemos apontar entre estes diferentes estilos, destaca-se o tema do papel do Estado. Enquanto durante o período “nacional-desenvolvimentista” o Estado teve um papel de coordenar, induzir, planejar e investir no processo de desenvolvimento, no período “neoliberal” o

objetivo era relegar o Estado ao papel de mero regulador, enquanto o desenvolvimento (os investimentos, empregos, inovações, crédito, etc.) seria produzido e conduzido pelo setor privado.

Já nos anos 2000 o estilo de desenvolvimento neoliberal foi gradualmente sendo substituído pelo que podemos chamar de “distributivismo” ou “social-desenvolvimentismo” (CARNEIRO, 2012). Neste estilo, há um foco maior no mercado interno, na redução das desigualdades e na inclusão social.

Inicialmente esse estilo conviveu com uma estratégia macroeconômica muito similar a do período neoliberal, com ampliação gradual de algumas políticas públicas de cunho social e uma política mais agressiva de aumento do salário mínimo e do volume de crédito. Com o passar dos anos, essa estratégia vai sendo flexibilizada e o papel do Estado passa a ganhar força através de programas como PAC, Minha Casa Minha Vida, do fortalecimento das empresas estatais e dos bancos públicos.

Até a crise de 2008/9, o estilo distributivista apresentou resultados impressionantes, em particular do ponto de vista do emprego e da mobilidade social (QUADROS, 2014). No entanto, havia contradições do estilo distributivista, principalmente o fato de que a inclusão social e modernização massificada dos padrões de consumo (elemento fundamental para a superação do subdesenvolvimento, segundo Furtado) não veio acompanhada por uma equivalente modernização na estrutura de oferta (ROSSI; MELLO; BASTOS, 2020). Ou seja, os brasileiros passaram a consumir mais produtos sofisticados, mas nossa indústria não se transformou para produzi-los. Esse descompasso se evidenciou com maior clareza após a crise, dado o acirramento da competição internacional e a redução na rentabilidade das empresas domésticas.

Pressionada pelo aguçamento desse dilema após a crise de 2009, Dilma assume o governo e busca incluir no estilo distributivista um novo elemento: o industrialismo (MELLO, 2017). Com o objetivo de manter as conquistas do estilo distributivista, mas superar sua maior contradição, Dilma altera a estratégia de desenvolvimento e direciona recursos para a recuperação da rentabilidade do setor industrial, na esperança de que tais políticas promovessem um aumento do investimento e o aumento de produtividade. O resultado não foi o esperado: a rentabilidade das empresas seguiu em queda e, com o agravamento da situação internacional e da crise política doméstica a partir de 2013, o experimento industrialista é abandonado.

Ao vencer as eleições de 2014, a promessa era o fortalecimento e aprofundamento da estratégia distributivista, mas as condições políticas e a crise econômica causada por um choque recessivo desembocaram em um golpe parlamentar. O país então retornou ao estilo neoliberal no governo Temer, com um viés antiestatal ainda maior do que fora na década de 1990.

A vitória de Bolsonaro e Paulo Guedes em 2018 representou um aprofundamento deste estilo, inaugurando o que alguns chamaram de “ultraliberalismo”, dada a sanha de destruição do legado distributivista e do viés social inscrito na CF 88. No entanto, desde 2016 esse estilo tem fracasso na missão de recuperar o crescimento, o investimento produtivo, o emprego, a renda e mesmo em melhorar a situação fiscal. Por outro lado, tem sido bem-sucedido em recuperar a rentabilidade das empresas (CEMEC, 2019) e a concentração de renda e poder em setores pouco dinâmicos da economia nacional. A depressão econômica que o país adentrou em 2015 parece não ter um horizonte de saída, o que exige repensar nosso atual estilo e estratégia de desenvolvimento.

1. Por um novo estilo de desenvolvimento orientado por missões socioambientais

O fracasso da estratégia industrialista e do estilo ultraliberal atual colocam o Brasil em um enorme dilema. Retomar ao estilo social-distributivista parece tentador, mas não resolve o dilema da modernização da estrutura produtiva em um cenário internacional onde o Brasil tem ficado cada vez mais isolado e ultrapassado tecnologicamente.

Alguns economistas, inspirados na experiência dos países asiáticos que se mostraram capazes de galgar degraus na superação do subdesenvolvimento nas últimas décadas, defendem a adoção de um estilo “novo-desenvolvimentista”, ancorado em uma taxa de câmbio desvalorizada, política industrial ativa e orientação da produção para exportação.

Algumas dificuldades, no entanto, se impõem diante de tais pretensões. Mesmo que fossemos capazes de repetir os feitos dos países asiáticos, a distância tecnológica, o acesso aos mercados e a estrutura social, política e do Estado brasileiro são completamente distintas dos asiáticos. Ademais, repetir o caminho trilhado pelas maiores potências industriais do planeta hoje parece um caminho interdito, devido ao domínio tecnológico e mercadológico exercido pelas empresas dos países desenvolvidos.

A tarefa que se coloca, portanto, é elaborar um novo estilo de desenvolvimento, tendo como base nossas carências, limites e potencialidades, aprendendo com os dilemas do passado e enfrentando os desafios do presente e do futuro

É para responder a esse desafio que surgiu o conceito de estilo de desenvolvimento orientado por missões socioambientais. Inspirados no conceito de “planejamento por missões” (MAZZUCATO, 2018), a ideia é se valer das enormes demandas sociais e ambientais do país para enfrentar os desafios do desenvolvimento. O objetivo é produzir bens e serviços que atuem para atender

as demandas sociais e ambientais, unificando a capacidade de planejamento, investimento e coordenação estatal, com o potencial inovativo, organizacional e produtivo do setor privado.

Ao invés de perseguir um conceito abstrato de industrialização e de buscar a conquista da fronteira tecnológica em áreas dominadas pelas grandes empresas multinacionais, a ideia é partir das demandas sociais e ambientais para buscar soluções para nossas carências. O viés social e distributivo está implícito nesta estratégia, mas ela possui uma política de reestruturação produtiva articulada com as missões definidas a partir das necessidades da população, o que traz um novo sentido ao termo “industrialização”. Por dialogar com as necessidades sociais, este estilo de desenvolvimento também tem um maior potencial de conquistar o fundamental apoio popular para a sua implementação e manutenção.

Outro diferencial deste estilo é o fato de que ele é construído a partir de uma abordagem “*bottom-up*”, pois necessariamente parte das demandas verificadas nos territórios, na base da sociedade, sendo apenas coordenada e articulada em nível federal. Enquanto isso, outras estratégias desenvolvimentistas têm como característica uma abordagem “*top-down*”, onde a esfera federal define metas e objetivos a partir de uma análise setorial (quais setores gostaria de ver prosperar), sem necessariamente levar em conta as demandas sociais e ambientais dos territórios.

Ou seja, para efetivamente funcionar, o estilo orientado por missões socioambientais deve apostar em uma estratégia que promova uma maior colaboração federativa, no fortalecimento da capacidade de financiamento dos estados e municípios, além de contar com a participação destes entes federados no mapeamento das demandas, no planejamento dos investimentos, na execução das políticas e na fiscalização de seus resultados. Além disso, é preciso que a estratégia de condução da política econômica seja compatível com o financiamento necessário para levar a frente este estilo.

As demandas sociais do país são abundantes e incontáveis. Apenas como exemplo, tomemos um setor chave tanto do ponto de vista social, quanto do ponto de vista econômico: a saúde. Hoje, o complexo industrial da saúde é responsável por aproximadamente 9% do PIB e empregar diretamente 15 milhões de trabalhadores. Ele se articula com universidades e centros de pesquisa para produzir cerca de 30% da pesquisa científica do país (GADE-LHA, 2020). O gasto em saúde se multiplica pela economia e a cada R\$ 1 investido na área, ela gera um produto de R\$ 1,70, gerando empregos, renda, arrecadação tributária e consumo (IPEA, 2011).

Estamos falando de um setor produtivo capaz de movimentar a economia, gerar empregos e inovação, além de possibilitar o florescimento de um parque

produtivo moderno e competitivo. Mas para isso é preciso planejamento, coordenação e investimento do setor público, seja diretamente através do SUS, seja através dos setores a ele relacionados. Relato semelhante poderia ser feito do setor da educação, da habitação popular, do saneamento, da cultura, da segurança pública, do transporte urbano e de tantos outros.

Para além dos desafios sociais, não podemos nos esquecer dos desafios ambientais, ligado tanto a preservação de nossos biomas, quanto a produção de energia limpa e renovável, a modernização da frota de veículos e ônibus, a limpeza e preservação de nossos rios e mares e tantos outros desafios que têm um enorme potencial de geração de empregos, inovação e coordenação com setores econômicos das mais diversas naturezas.

A atual “abordagem integrada do desenvolvimento” debatida pela CEPAL possui um de seus pilares mais importantes no que ficou conhecido como “Big Push Ambiental”, retomando o famoso conceito de Rosenstein-Rodan e o aplicando para investimentos concentrados no tema da sustentabilidade e transição ecológica (GRIELOW, 2018). Ou seja, a elaboração de um estilo de desenvolvimento baseado em missões socioambientais dialoga diretamente com os debates mais recentes na literatura sobre o tema, ao mesmo tempo que inaugura uma agenda de pesquisa para o pensar o futuro do desenvolvimento brasileiro.

2. Considerações finais

O que se propõe nesse breve capítulo é a discussão de um novo estilo de desenvolvimento, condizente com as necessidades e desafios da economia brasileira, mas também com o cenário atual do capitalismo global. A simples integração da economia brasileira as cadeias globais de valor não trará o desenvolvimento econômico e social que o nosso país precisa, seja pelo papel relegado que nos é oferecido (como produtor e exportador de bens primários ou partes de menor valor agregado), seja pelo novo padrão tecnológico intensivo em capital, que deve concentrar os empregos qualificados nos países centrais. Precisamos construir um caminho próprio, que aprenda com nossos acertos e erros do passado, mas que, principalmente, seja capaz de coadunar desenvolvimento produtivo com o atendimento das gigantes demandas socioambientais e o combate as enormes desigualdades que persistem em nosso país.

A consolidação de um estilo de desenvolvimento baseado em demandas socioambientais exige a elaboração e desenvolvimento de uma nova agenda de pesquisa. Será preciso mapear as principais demandas sociais e ambientais partindo do âmbito local, pensando em suas articulações regionais e nos

potenciais impactos no emprego, na renda, na sustentabilidade ambiental e na justiça social. A cada demanda identificada deve existir um planejamento de atuação pública e privada, que englobe as múltiplas dimensões do desenvolvimento e seja capaz de integrar a prestação de serviços com consolidação de uma estrutura produtiva dinâmica e inovadora.

Para além das análises setoriais, que poderão abordar de temas tão diversos quanto multiplicador fiscal dos gastos naquela setor, os impactos no mercado de trabalho, nas cadeias produtivas, na sustentabilidade ambiental, assim como os diferentes formatos e possibilidades da atuação da iniciativa privada e sua regulação, será preciso discutir a articulação e complementariedade de cada setor com o conjunto da economia e dos demais setores produtivos, assim como os aspectos políticos que garantam a sustentação desse novo estilo. O desafio de formulação e pesquisa é grande, mas já se encontra em andamento e está bem fundamentado no debate contemporâneo sobre desenvolvimento econômico.

REFERÊNCIAS

CALIXTE, A. (2019) Sociedade salarial e resiliência: reflexões sobre a economia política da mudança estrutural. *In: Alternativas para o desenvolvimento brasileiro: Novos horizontes para a mudança estrutural com igualdade. In: Oficina de la CEPAL en Brasilia (Estudios e Investigaciones) 44616, NACIONES UNIDAS COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL). Anais [...]. 2019.*

CARNEIRO, R. Velhos e novos desenvolvimentismos. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, número especial, p. 749-778, dez. 2012.

CEMEC. **Empresas recuperam rentabilidade, mas investimentos dependem da aprovação de reformas.** São Paulo, Nota CEMEC 02/2019. fev. 2019. Acesso em: <http://cemecfipe.org.br/wp-content/uploads/2018/02/NOTA-CEMEC-02-2019.pdf>

FURTADO, C. **Desenvolvimento e subdesenvolvimento.** Rio de Janeiro, Fundo de Cultura, 1961.

GADELHA, C. G. O complexo econômico-industrial da saúde no Brasil hoje. **Nexo jornal**, 11 maio 2020. Disponível em: <https://www.nexojornal.com.br/ensaio/debate/2020/O-Complexo-Econ%C3%B4mico-Industrial-da-Sa%C3%BAde-no-Brasil- hoje>

GRAMKOW, C. De obstáculo a motor do desenvolvimento econômico: o papel da agenda climática no desenvolvimento. *In: Alternativas para o desenvolvimento brasileiro: Novos horizontes para a mudança estrutural com igualdade In: Oficina de la CEPAL en Brasilia (Estudios e Investigaciones) 44616, NACIONES UNIDAS COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL). Anais [...]. 2019.*

IPEA. Gastos com a Política Social: alavanca para o crescimento com distribuição de renda. **Comunicado do IPEA** n. 75, 03 fev. 2011. Acesso em: https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/comunicado/110203_comunicadoipea75.pdf

MAZZUCATO, M. **Mission-oriented innovation policies: challenges and opportunities.** Industrial and Corporate Change, 2018.

MELLO, G. S. Un diagnóstico “disidente” del gobierno de Dilma: del “industrialismo” al giro neoliberal. *In*: BÁRCENA Ibarra, Alicia. (org.). El regreso de la crisis en América Latina: Algunas experiencias nacionales. 1. ed. **Fondo de Cultura Económica**, Santiago, Chile: p. 89-144, 2017.

MELLO, J. M. C. de. **O capitalismo tardio**: contribuição a revisão crítica da formação e desenvolvimento da economia brasileira. 1975. 201f. Tese (doutorado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Campinas, SP. Disponível em: <http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/280564>. Acesso em: 10 abr. 2021.

PINTO, A. Heterogeneidade estrutural e modelo de desenvolvimento recente, 1970. *In*: SERRA, J. (coord.). **América Latina**: ensaios de interpretação econômica. Paz e Terra, RJ, 2. ed. 1979.

PINTO, A. Notas sobre os estilos de desenvolvimento na América Latina”. *In*: BIELSCHOWSKY, R. (org.). **Cinquenta anos de pensamento na CEPAL**. Rio de Janeiro e São Paulo: Editora Record, 2000 [1976], p. 609-650.

PRIEWE, Jan. Eight strategies for development in comparison. **IPE Working Papers** 53/2015, Berlin School of Economics and Law, Institute for International Political Economy (IPE). 2015.

ROSSI, P. *et al.* Uma agenda econômica para todos. *In*: DWECK, Esther; ROSSI, Pedro; OLIVEIRA, Ana Luiza Matos. (org.). Economia pós-pandemia: Desmontando os mitos da austeridade fiscal e construindo um novo paradigma econômico. 1. ed. São Paulo: **Autonomia Literária**, v. 1, p. 304-320, 2020.

ROSSI, P. ; MELLO, G. ; BASTOS, P. P. Z . The Growth Model of the PT Governments: A Furtadian View of the Limits of Recent Brazilian Development. **Latin American Perspectives**, v. 47, p. 100-114, 2020.

CAPÍTULO 15

A ECONOMIA POLÍTICA DA POLÍTICA ECONÔMICA E O PAPEL IDEOLÓGICO DOS ECONOMISTAS

Pedro Paulo Zahluth Bastos

Todo campo profissional procura valorizar o saber e a técnica dos quais resulta seu reconhecimento social e sua remuneração. Isto não é diferente entre os economistas, com uma particularidade: o debate público no mundo capitalista é travado com uso intenso de argumentos econômicos. Neste campo, o sucesso da intervenção discursiva depende, em parte, da validação da competência técnica, objetividade científica e às vezes até da arrogação de neutralidade política do debatedor.

Acontece que padrões de objetividade característicos das ciências naturais não são transferíveis para uma ciência social como a economia, isto é, uma ciência na qual o observador é participante do mundo social que o formou, com o qual interage cotidianamente e o qual pode transformar em função da influência (reflexiva) de suas intervenções discursivas sobre grupos sociais mais amplos.

Esta característica geral é reforçada por dois motivos no caso da economia: a existência de tradições intelectuais rivais nas quais os economistas são formados; e a inserção profissional e política de economistas no Estado ou em organizações com pretensões de dirigir ou influenciar o Estado, como corporações, partidos, movimentos sociais, think-tanks e organizações não-governamentais.

Da perspectiva da formação intelectual, os economistas são socializados por ideias que já envolvem algum posicionamento sobre os principais conflitos do mundo capitalista, ainda que tal posicionamento não seja reconhecido ou até mesmo negado. Não é necessário gastar muito tempo aqui para afirmar que liberalismo econômico, reformismo social-democrata e socialismo tem relação originária com a economia política clássica/neoclássica, com o keynesianismo e o marxismo, embora haja diferentes combinações possíveis.

Da perspectiva da inserção profissional e política dos economistas, ela tende a se reproduzir ou gerar perspectivas de ascensão na organização, como em todo campo profissional, em razão da coincidência e eficácia da identificação do economista com os interesses gerais da organização que o emprega.

Isso é importante para nosso tema quando a organização em questão tem entre seus principais objetivos a direção ou influência sobre o Estado e, em particular, sobre a política econômica. Neste caso podemos falar de um economista político.

Ademais, o público ao qual se direciona o discurso do economista político não é amorfo a ponto de ser objeto flexível de convencimento pelo melhor argumento técnico revestido da melhor retórica pelos meios de comunicação mais eficazes. No máximo, o economista, como ideólogo, racionaliza o entendimento do mundo pelo grupo predisposto por interesses sociais e ideologias a ser interpelado e mobilizado pelo discurso econômico emitido, e eventualmente o expande com a divulgação do discurso para novos membros. No mínimo, apenas executa os comandos do grupo social que representa publicamente.

Neste sentido, o economista político bem-sucedido na gestão ou influência sobre a política econômica tende a mobilizar com eficiência um campo discursivo adequado aos interesses das organizações de onde se originou, as quais representa e às quais interpela publicamente, ao mesmo tempo em que critica as organizações rivais e o discurso de seus economistas políticos. Esses interesses societários tornam a pergunta “quem governa?” intrinsecamente relacionada com as perguntas “como justifica ideologicamente suas decisões?” e, principalmente, “para quem se governa?”

Tal linha de pesquisa, que pode ser denominada *economia política da política econômica*, dá importância aos argumentos técnicos emitidos publicamente pelos economistas para justificar ou influenciar a política econômica e, ao mesmo tempo, procura investigar os interesses sociais mais amplos que são representados pelos economistas e pelas políticas econômicas implementadas e debatidas publicamente.

É claro que a linha de pesquisa não pode tratar o discurso econômico apenas como peça de elaboração ideológica. Sua coerência teórica e consistência empírica também podem e devem ser avaliados (BASTOS; BELLUZZO, 2019, 2020). Não obstante, este momento deve ser articulado/combinado com as questões mais amplas da economia política. Além da avaliação da teoria implícita nos argumentos econômicos, e da coerência teórica e empírica de seu uso analítico nos discursos emitidos, pode-se perguntar, por exemplo, quais são os grupos sociais e patronais (industriais, financeiros, agrícolas, estrangeiros, nacionais, regionais etc.) representados pelos economistas? Como se organizam e operam? Quais conflitos de interesses e debates levaram à política econômica vigente? Como uma política econômica pode ser avaliada do ponto de vista dos grupos beneficiários e prejudicados? Como classificar os potenciais beneficiários e prejudicados, e como reagem? Como e quando mudam a política econômica e os grupos beneficiados/prejudicados?

Assim, rejeita-se a ideia de que a política econômica resulte da razão técnica, compreendendo-a como o resultado de um conflito de interesses prévio que se manifesta também no plano do debate econômico e que se prolonga, em maior ou menor grau, à medida que a política é implementada. Em geral, tendo a partir do preceito teórico associado com teorias marxistas do Estado - e, em especial, com Nicos Poulantzas (2019[1968]) -, segundo as quais são frações da classe dominante (do patronato capitalista) as principais beneficiadas pela política econômica, ainda que em diferentes graus.

Isto ocorre por motivos estruturais mesmo que se supusesse que as frações do patronato capitalista não ajam politicamente para influenciar a política econômica, tendo em vista a dependência do Estado em relação a decisões tomadas pelos proprietários da riqueza capitalista para conferir êxito à política econômica, expandir a renda, o emprego e a arrecadação de impostos. Afinal, à diferença de Estados pré-capitalistas, um Estado capitalista opera com base em um sistema legal que igualiza *formalmente* os cidadãos perante a lei, centraliza a legitimidade no uso dos meios de violência e pretende assegurar a ordem social com base na defesa dos direitos individuais, legalmente assegurados independentemente do montante da riqueza acumulada por indivíduos de diferentes classes sociais. Na realidade desigual protegida pela igualdade formal, a riqueza é concentrada socialmente e ela confere influência política diferenciada ao patronato capitalista (além de privilégios na relação com agentes de Estado). Ao igualizar formalmente todos os cidadãos, o Estado aparenta representar o povo-nação quando se organiza para defender jurídica e politicamente a propriedade de classe dos meios de produção, e apoiar sua expansão. Por um lado, a expansão da acumulação de capital é legitimada quando é tornada objetivo de política pública com base no argumento de economistas que alegam que a expansão de lucros é um meio para finalidades mais amplas como o alargamento de empregos, salários e da arrecadação tributária. Por outro, o crescimento econômico contribui para legitimar o poder político (via alargamento de lucros, empregos e salários) e o provê de tributos que ampliam os recursos à sua disposição, o que facilita a tarefa de garantia da ordem social.

Assim, a política econômica tende a beneficiar os responsáveis pelas decisões de acumulação de capital ainda que os policy-makers não sejam meros instrumentos de interesses patronais, tenham um papel ativo na formulação e implementação das decisões na busca do que consideram ser o “bem comum” e, às vezes, nem tenham consciência clara a respeito de quais frações do patronato são beneficiadas e prejudicadas pelas decisões. Evidentemente, ocorre ainda mais quando os economistas – Paulo Guedes é um bom exemplo – são representantes orgânicos de grupos patronais e tem plena consciência de quem pode ser beneficiado por suas decisões. Não obstante isto, mesmo neste

caso, as decisões de política econômica raramente alegam privilegiar grupos patronais específicos porque eles sejam ricos ou socialmente privilegiados, e sim porque tais grupos supostamente cumpririam missões benéficas para o bem comum, como “gerar empregos” e “pagar impostos”.

Daí o papel ideológico dos economistas políticos: defender “interesses gerais” na política econômica que, queiram ou não, beneficia grupos específicos. Ou defender grupos específicos com argumentos técnicos alusivos ao presumido *bem comum* que o benefício direto ou indireto a grupos específicos trará.¹

É claro que não é indiferente para a distribuição de renda e patrimônio, e para a evolução posterior dos conflitos políticos e ideológicos, que o economista político que ocupa cargo público com poder decisório pretenda priorizar seja a acumulação de capital e a geração de empregos via redução do “custo Brasil”, seja a ampliação do “mercado interno de massas” ou a “universalização dos direitos sociais” (ou “humanos”). Contudo é importante entender, que enquanto se mantiver nos quadros do capitalismo, nenhuma destas definições de bem comum pode se realizar sem benefício a frações específicas do patronato capitalista e sem ter por suporte uma certa coalizão de interesses que se confronta com outras mobilizando, de modo mais ou menos grandiloquente, argumentos econômicos.²

Tal linha de pesquisa vem sendo realizada por mim há algum tempo, com várias publicações desde a tese de doutoramento, que além das mudanças das formas de dependência associadas ao desenvolvimento capitalista no Brasil também se preocupou com a avaliação dos projetos econômicos em embate entre 1890 e 1954, seguida de vários artigos acadêmicos. Para períodos mais recentes, investiguei os projetos econômicos da ditadura militar, do governo Fernando Henrique Cardoso, e dos governos liderados pelo Partido dos Trabalhadores. Também orientei vários trabalhos nesta perspectiva.

Meus artigos mais citados realizaram-se neste campo: A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo (2012, 237 citações), e Ascensão e crise do governo Dilma Rousseff e o golpe de 2016:

1 Nas palavras de Immanuel Wallerstein (1992, p. 613): “Power in redistributive systems is based on rents, that is incomes that are politically assigned and justified. In a capitalist system, profits may be politically obtained, abetted, amplified, but they are never politically justified”.

2 No discurso inaugural da Primeira Internacional, Marx (1993[1864], p. 29) fez uma alusão precoce a esse problema referindo-se ao confronto entre a “economia política da burguesia” e a “economia política do trabalho” que ocorria sob vigência do capitalismo: “This struggles about the legal restriction of the hours of labor raged the more fiercely since, apart from frightened avarice, it told indeed upon the great contest between the blind rule of the supply and demand laws which form the political economy of the middle class, and social production controlled by social foresight, which forms the political economy of the working class.”

poder estrutural, contradição e ideologia (2017, 124 citações). Alunos interessados na linha de pesquisa são incentivados a ler tais artigos.³

Além de avaliações da experiência histórica brasileira (remota e recente), disponho-me a orientar sobre o problema no período do governo Jair Bolsonaro: quais a origem, natureza e reações a seu projeto econômico? Quais grupos sociais dele se beneficiam e quais são prejudicados? Como os grupos sociais se mobilizam em organizações patronais, sindicais, partidárias e think-tanks para influenciar a pauta econômica? Quais os discursos mobilizados pelos economistas políticos para legitimar o programa de governo e para criticá-lo?

Neste sentido, participo de dois grupos de pesquisa sobre política econômica, o do Cecon (em reuniões regulares e em notas de conjuntura), e o grupo de pesquisa junto ao CNPq que envolve sociólogos e cientistas políticos nucleados a partir do IFCH-Unicamp, com liderança do professor Armando Boito (Neoliberalismo e relações de classe no Brasil). Alunos interessados na linha de pesquisa são convidados a participar das reuniões de apresentação e, eventualmente, debate de trabalhos desses dois grupos de pesquisa.

3 <https://scholar.google.com.br/citations?user=jDGBvfUAAAAJ&hl=pt-BR>.

REFERÊNCIAS

BASTOS, P. P. Z. A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo. **Economia e sociedade**, v. 21, n. spe, p. 779-810, 2012.

BASTOS, P. P. Z. Ascensão e crise do governo Dilma Rousseff e o golpe de 2016: poder estrutural, contradição e ideologia. **Revista de Economia Contemporânea**. 2017.

BASTOS, P. P. Z.; BELLUZZO, L. G. (2019[2018]) Uma crítica aos pressupostos do ajuste econômico. *In*: LISBOA, M.; Pessôa, S. (org.). **O Valor das Ideias: Debate em Tempos Turbulentos**. São Paulo: Companhia das Letras, 2019.

BASTOS, P. P. Z.; BELLUZZO, L. G. Capitalismo, neoliberalismo e democracia. *In*: PAULA, L. F.; JABBOUR, E. **Repensar o Brasil**. São Luis: Centro Ignacio Rangel, 2020.

MARX, KARL (1993[1864]). Inaugural Address of The International Working Men's Association. **Transcribed for the Internet by director@marx.org**. Fall 1993. [https://www.marxists.org/archive/marx/works/download/Marx_The_First_International.pdf]. Acesso em: 20 abr. 2021.

POULANTZAS, Nicos. (2019[1968]) **Poder político e classes sociais**. Campinas: Editora da Unicamp. 2019.

WALLERSTEIN, Immanuel (1992). The West, capitalism, and the modern world-system. **Review (Fernand Braudel Center)**, p. 561-619.

CAPÍTULO 16

MACROECONOMIA IMOBILIÁRIA: notas para uma agenda de pesquisa

Gabriel Petrini
Lucas Teixeira

1. Introdução

Nos anos 2008 e 2009, os EUA experimentaram sua maior crise econômica (até então) desde o *crash* de 1929. Essa crise, conhecida como Grande Recessão, teve importantes consequências sociais, econômicas e políticas, mas também impactou o mundo das ideias, com implicações que ainda estão em curso para a teoria econômica, redirecionando pautas tanto na ortodoxia quanto na heterodoxia. Economistas do *mainstream* se viram premidos a repensar a política econômica (BLANCHARD; SUMMERS, 2017)¹. A desigualdade virou tema de destaque em todos os lados do espectro econômico (CARVALHO; REZAI, 2016; EDERER; MAYERHOFER; REHM, 2020; EDERER; REHM, 2019; MILANOVIC, 2016; PIKETTY, 2014). Economistas heterodoxos passaram a prestar mais atenção no papel do consumo e endividamento das famílias (BARBA; PIVETTI, 2009; BROCHIER; MACEDO E SILVA, 2017). Em paralelo, verificou-se um maior interesse nas implicações macroeconômicas do investimento residencial (FIEBIGER, 2018; TEIXEIRA, 2015) e na relevância do mercado imobiliário, em geral, para a macroeconomia contemporânea (JORDÀ *et al.*, 2019; JORDÀ; SCHULARICK; TAYLOR, 2016; SCHULARICK; TAYLOR, 2012). É justamente essa agenda de pesquisa que vamos discutir neste capítulo.

Além dos temas listados anteriormente, outro ponto de inflexão é o maior interesse nas implicações da ampliação do setor financeiro, do endividamento das firmas e, principalmente, das famílias (BANDT; HARTMANN; PEYDRÓ, 2012; BORIO, 2012; CARVALHO; DI GUILMI, 2014; CLAESSENS; KOSE, 2018; DETZER, 2019; HEIN; DETZER; DODIG, 2015; SCHULARICK; TAYLOR, 2012). Apesar dos avanços, a literatura costuma dar pouca atenção à composição desses elementos no balanço patrimonial dos

1 Apesar de não haver nenhuma mudança mais profunda na teoria que fundamenta a política econômica. Blanchard *et al.* (2013), por exemplo, afirmam que a hipótese da taxa natural de juros não deve ser abandonada.

bancos (JORDÀ; SCHULARICK; TAYLOR, 2016). Tal análise tornou-se possível graças a Jordà, Schularick *et al.* (2019) pelo desenvolvimento de uma base de dados para os anos de 1870-2016 desagregada ao nível do setor bancário de 17 países da OCDE².

Partindo desses dados, Jordà, Schularick *et al.* (2016) identificam que o crescimento recente do balanço patrimonial dos bancos é liderado pela concessão de crédito às famílias. Em especial, os autores destacam uma tendência de recomposição do balanço patrimonial dos bancos comerciais em que a participação relativa das hipotecas dobra, passando de cerca de 30% em 1950 para aproximadamente 60% no período recente. Esse aumento sem precedentes da participação das hipotecas e dos imóveis no ativo do balanço patrimonial dos bancos é denominado de “hipotecarização” (*mortgaging* no original).

O objetivo deste capítulo é destacar alguns aspectos dessa nova agenda de pesquisa relativa aos impactos, às mudanças e às consequências macroeconômicas reais e financeiras do mercado imobiliário, tendo em vista elementos teóricos, empíricos e institucionais sob o contexto da hipotecarização. Cabe salientar que de forma alguma se pretende fazer uma exposição exaustiva das possibilidades que essa agenda traz, mas apenas apontar algumas direções já mapeadas.

O restante do texto explora algumas das diferentes dimensões da agenda de pesquisa da macroeconomia imobiliária e aponta algumas lacunas por onde esta pesquisa pode avançar. Com isso, na seção seguinte vamos discutir os aspectos institucionais relativos ao financiamento imobiliário. Na seção 3, vamos apresentar algumas questões empíricas sobre os determinantes do investimento residencial. Na quarta seção, a integração do lado real e financeiro. A última seção conclui o capítulo.

2. Especificidades institucionais da macroeconomia imobiliária

É possível notar, nos últimos anos, uma maior quantidade de estudos que destacam o potencial explicativo das instituições em uma perspectiva comparada com especial ênfase para o setor financeiro. Dentro desse paradigma, a literatura de Economia Política Comparada (CPE, no inglês) se destaca por enfatizar o papel macroeconômico deste setor institucional. No entanto, a vertente atualmente predominante da CPE (“Variedade de Capitalismos”, em inglês, VoC) enfatiza questões microeconômicas e relacionadas à oferta de crédito (SCHWARTZ; SEABROOKE, 2009; SCHWARTZ; TRANØY, 2019).

2 São eles: Alemanha, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Holanda, Itália, Japão, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça. Disponível em: <http://www.macroeconomy.net/data/>.

Recentemente, há um esforço de conectar tal abordagem comparativa aos modelos de crescimento liderados pela demanda, nos quais o endividamento das famílias é central (BACCARO; PONTUSSON, 2016). No entanto, esses modelos não dão a devida atenção à composição do balanço das instituições financeiras e aos determinantes do crescimento desse setor. Como visto, tal crescimento não pode ser dissociado do mercado imobiliário e do crédito hipotecário (WOOD; STOCKHAMMER, 2020).

Apesar de tratar de fenômenos afins à macroeconomia imobiliária, a literatura da financeirização concentra sua atenção, do ponto de vista macroeconômico, nas relações entre investimento das firmas, crescimento e instabilidade financeira (DETZER, 2019; HEIN; DETZER; DODIG, 2015; STOCKHAMMER, 2004). Conseqüentemente, dá uma atenção menor às famílias e ao investimento residencial, limitando-os à subprocessos da financeirização (AALBERS, 2008; BIBOW, 2010; SCHWARTZ; SEABROOKE, 2009). Além disso, essa literatura pouco tem avançado em uma análise institucional comparada. Os trabalhos que a fazem se restringem a um número pequeno de países nas suas amostras (BECKER *et al.*, 2010; LAPAVITSAS; POWELL, 2013).

Em relação ao número de casos analisados, uma exceção que se deve destacar é o trabalho de Karwowski *et al.* (2019) que avalia empiricamente as diferentes conseqüências da financeirização para as famílias, firmas e bancos em 17 países da OCDE. Os autores concluem que o preço dos ativos (sobretudo imóveis) são relevantes para explicar o endividamento das famílias. No entanto, não analisam quais são as diferentes configurações institucionais relevantes para se explicar de que maneira a inflação de ativos está conectada com o aumento do passivo das famílias.

Outra exceção é Mertzanis (2019). Este trabalho investiga os determinantes do acesso ao crédito para as firmas em 138 economias em desenvolvimento por meio de um modelo de dados em painel *probit* com *dummies* institucionais. A conclusão é que tais variáveis não só determinam o acesso ao financiamento como também amenizam as restrições financeiras das firmas. Entretanto, tal análise não permite investigar as implicações de determinado arranjo institucional conjuntamente, mas somente os efeitos de seus elementos constituintes de forma aditiva. Sendo assim, percebe-se que essas análises comparativas para médias e grandes amostras ainda não foram capazes de tratar qualitativamente as instituições de maneira adequada.

O aumento sem precedentes das hipotecas no balanço patrimonial dos bancos reportado por Jordà, Schularick *et al.* (2016) evidencia que a pouca atenção dada às famílias, ao investimento residencial e à dívida imobiliária é desproporcional à relevância que tais elementos possuem na dinâmica financeira recente. Mesmo os trabalhos que enfatizam a institucionalidade do

mercado imobiliário não a relacionam com suas implicações financeiras. Por exemplo, Wijburg e Aalbers (2017) destacam que a especificidade institucional do mercado imobiliário alemão o configura como um contraponto ao norte-americano pela baixa liquidez do mercado hipotecário e que tal particularidade condiciona a relação entre preço dos imóveis, investimento residencial e crescimento econômico. Johnston e Regan (2017), por sua vez, reportam a importância das instituições na determinação dos preços dos imóveis, enquanto Fuller *et al.* (2020) encontram evidências que a trajetória deste preço é relevante para explicar a concentração da riqueza em alguns países europeus.

Deve-se destacar também que essa literatura não trata dos temas concernentes à macroeconomia imobiliária de forma conjunta. Além disso, não investiga por qual motivo alguns sistemas bancários apresentam um maior grau de hipotecarização que outros e essa é uma das lacunas que essa agenda de pesquisa deve buscar preencher. Argumenta-se que a regularidade encontrada por Jordà, Schularick *et al.* (2016) não significa que a especificidade de cada país deixe de ser relevante. Seguindo Chang (2011), parte-se da hipótese de ausência de uniformidade causal do arranjo institucional. Apropriando esta fundamentação teórica ao recorte deste capítulo, assume-se que diferentes configurações institucionais podem desempenhar as mesmas funções e explicar o aumento do grau de hipotecarização verificado nas últimas décadas.

A tabela 1 reúne algumas características institucionais tratadas dispersamente pela literatura que dizem respeito às relações entre famílias, bancos e mercado imobiliário para alguns dos países presentes na base construída por Jordà, Knoll *et al.* (2019). São elas: (i) maturidade das hipotecas (GREEN; WACHTER, 2005); (ii) determinação e tipo da taxa de juros das hipotecas (fixa ou flexível) (GREEN, 2014); (iii) arranjo regulatório sobre quitação antecipada do crédito imobiliário (contrato ou legislação) e formas de refinanciamento; (iv) possibilidade de uma segunda hipoteca a partir da valorização do imóvel (GREEN; WACHTER, 2010); (v) disponibilidade de crédito de longo-prazo para as famílias (SCHWARTZ; SEABROOKE, 2009) e; (vi) possibilidade de transferência de riscos (*e.g.* securitização (EUROPEAN CENTRAL BANK, 2010)). Uma breve inspeção da tabela 1 revela uma pluralidade de configurações institucionais do mercado de crédito imobiliário.

Tabela 1 – Características institucionais de alguns países europeus da OCDE

Países	Características Institucionais					
	Maturidade Hipotecária (Meses)	Tipo de taxa de juros	Reembolso antecipado: Contratado (C) / Legislado (L)	Possibilidade de uma segunda hipoteca a partir da valorização do imóvel	Financiamento pelo mercado de capitais (%)	Execução hipotecária (meses)
Alemanha	30	Fixa	C/L	Não permitido	14	9
Espanha	30	Variável	C/L	Limitado	45	8
França	19	Fixa	C/L	Não permitido	12	20
Holanda	30	Fixa	C	Permitido	25	5
Itália	22	Variável	L	Não permitido	20	56
Portugal	40	Variável	L	-	27	24

Fonte: Van Gunten e Navot (2018, p. 9, traduzido e adaptado).

Diferentemente de Karwowski *et al.* (2019) e Mertzanis (2019), defende-se que a pesquisa também deve considerar os aspectos qualitativos das diferentes configurações institucionais. Ao contrário das propostas de Becker *et al.* (2010) e de Lapavitsas e Powell (2013), a pesquisa deve avançar para um número maior de casos sem que se abandone a relevância das particularidades de cada país. Sendo assim, deve-se partir de um aparato metodológico mais adequado para tratar de variáveis qualitativas para investigar as diferentes configurações institucionais e compreender em que medida esses elementos ajudam a compreender os determinantes da hipotecarização.

3. Implicações do investimento residencial para a dinâmica macroeconômica

Como mencionado, nota-se um maior interesse nas implicações macroeconômicas do investimento residencial no pós-Grande Recessão (FIEBIGER; LAVOIE, 2017, 2017; LEAMER, 2015; PÉREZ-MONTIEL; PARIBONI, 2021; TEIXEIRA, 2015). Apesar da existência de alguns trabalhos empíricos evidenciando este gasto como um indicador antecedente para reversão do ciclo econômico no período do pós-guerra (GREEN, 1997; LEAMER, 2007), a atenção ao tema foi esparsa e assistemática. Duesenberry (1958) foi um dos poucos a reportar a importância do investimento residencial e da inflação de imóveis para explicar o ciclo econômico muito antes da crise imobiliária americana. Outro exemplo é o de Keynes ([1935] 1978) que em carta ao Presidente dos EUA Franklin D. Roosevelt escreveu sobre a relevância do mercado imobiliário para a recuperação econômica no contexto da Grande Depressão:

“[...] Housing is by far the best aid to recovery because of the large and continuing scale of potential demand; because of the wide geographical distribution of this demand; and because the sources of its finance are largely independent of the stock exchanges. I should advise putting most of your eggs in this basket, caring about this more than about anything, and making absolutely sure that they are being hatched without delay. In this country we partly depended for many years on direct subsidies. There are few more proper objects for such than working-class houses” (KEYNES, 1978, p. 436 [1935]).

Nos últimos anos, a literatura econométrica tem evidenciado que a relevância do investimento residencial não se restringe à Grande Recessão nem aos EUA. Enquanto alguns trabalhos reportam que tal variável é um indicador antecedente do ciclo econômico para um conjunto considerável de países (GAUGER; COXWELL SNYDER, 2003; HUANG *et al.*, 2020),

outros enfatizam que a valorização dos imóveis gera um efeito riqueza sobre o consumo das famílias em diversas economias desenvolvidas (DE BANDT *et al.*, 2010). Mais recentemente, alguns autores destacam a relevância da inflação de imóveis na determinação do endividamento das famílias, da distribuição de riqueza e da estabilidade macroeconômica (ANDERSON; KURZER, 2020; BARNES, 2016; FULLER; JOHNSTON; REGAN, 2020; JOHNSTON; REGAN, 2017; MIAN; SUFI; VERNER, 2017; RYOO, 2016; STOCKHAMMER; WILDAUER, 2016).

Apesar da atenção dispersa, o número de trabalhos econométricos que analisam as implicações macroeconômicas do investimento residencial é crescente. No entanto, a partir da revisão de literatura, nota-se que tais trabalhos pouco avançaram no tratamento dos determinantes do investimento residencial. Um exemplo desta lacuna é o trabalho de Wood e Stockhammer (2020) em que os autores avaliam a relação entre crescimento econômico, endividamento das famílias e preço dos imóveis. Para tanto, estimam um modelo autorregressivo de defasagem distribuída (no inglês, ARDL) para 18 economias avançadas para os anos de 1980 a 2017 e concluem que o preço dos imóveis determina o endividamento das famílias que, por sua vez, é fundamental para explicar o crescimento recente dos países analisados. Por mais que o trabalho de Wood e Stockhammer (2020) evidencie a relevância do preço dos imóveis e do crédito imobiliário para a dinâmica macroeconômica, não leva em consideração o investimento residencial e seus determinantes. Nesse sentido, Arestis e González-Martínez (2015) constituem uma exceção. Esse trabalho estima os determinantes do investimento residencial a partir de um modelo ARDL para 17 países da OCDE. Dentre as conclusões, destaca-se que o preço dos imóveis e o acesso ao crédito são os principais determinantes deste gasto.

Uma alternativa para se estimar o investimento residencial é por meio da taxa própria de juros dos imóveis. Desenvolvida por Teixeira (2015) para examinar a bolha imobiliária ocorrida nos EUA nos anos 2000, trata-se de uma taxa real de juros inspirada na *commodity rate* apresentada por Sraffa (1932). No contexto da macroeconomia imobiliária, é definida pelo deflacionamento da taxa de juros nominal das hipotecas pela inflação de imóveis. Diferentemente de um deflacionamento por um índice geral de preços, como faz Fair (2013, 2018), este constructo teórico permite auferir o custo real em imóveis de se comprar imóveis (TEIXEIRA, 2015, p. 53). Portanto, trata-se da taxa de juros relevante para os demandantes de casas. Baseando-se na taxa própria de juros dos imóveis, Petrini (2020) estima um modelo econométrico para os EUA entre os anos de 1992 a 2019 e encontra que esta é uma variável relevante para explicar a taxa de crescimento do investimento residencial.

Está discussão mostra a importância de se estudar também a dimensão quantitativa da macroeconomia imobiliária. Em particular, dada a relevância do investimento residencial para a dinâmica macroeconômica, esta agenda de pesquisa deve explorar os fatos estilizados que dizem respeito ao investimento residencial e investigar seus determinantes, por meio de modelos teóricos e também econométricos. Sendo assim, deve-se ir além de Wood e Stockhammer (2020) e investigar os determinantes do investimento residencial; de Arestis e González-Martínez (2015), enfatizando a relevância da bolha de ativos e; partindo de Teixeira (2015) e de Petrini (2020), ampliar o escopo de análise para mais países.

Para tanto, a base de dados de Jordà, Knoll *et al.* (2019) se mostra de fundamental importância, pois permite estender a investigação da determinação do investimento residencial pela concessão de crédito e pela inflação de ativos para outros países em um horizonte temporal considerável.

4. Dimensão real e financeira do mercado imobiliário

Há um relativo consenso na literatura *mainstream* de que a concessão de crédito às famílias com pior avaliação de risco está na origem da Grande Recessão³. Esse segmento do mercado de crédito imobiliário é conhecido como *subprime* - daí um dos epítetos pelo qual a crise de 2008 é conhecida. No entanto, evidências recentes sugerem uma “nova narrativa” para o desenrolar da bolha imobiliária do início dos anos 2000 (ALBANESI; DE GIORGI; NOSAL, 2017). Na visão desses autores, o fato relevante foi a aquisição de imóveis por parte de tomadores de empréstimos imobiliários com avaliação intermediária do seu *score* de crédito, ou seja, aqueles com notas piores dentro do segmento *prime*. Esses agentes teriam adquirido imóveis com fins especulativos e/ou diversificação de portfólio. Durante a fase de *boom* imobiliário, o crédito aos especuladores do segmento *prime* foi o que mais cresceu, enquanto na crise, foi nesse segmento que mais aumentou a taxa de *default*; o mesmo não se verificou para aqueles com pior avaliação de risco.

Esse embate entre “velha” e “nova” narrativa ilustra que, para dar conta das implicações reais e financeiras da macroeconomia imobiliária, faz-se necessário compreender as relações entre a composição do balanço patrimonial dos bancos, o endividamento e a potencial fragilidade financeira das famílias. Uma referência comum na literatura para tratar desses temas é o trabalho de Hyman Minsky. No entanto, sua abordagem apresenta algumas deficiências, tanto de forma geral, como especificamente para o objeto desse capítulo.

3 Um exemplo deste consenso é o livro de Mian e Sufi (2014).

Em primeiro lugar, deve-se destacar a crítica presente na literatura que aponta para uma falácia de composição do seu argumento (LAVOIE; SEC-CARECCIA, 2001; PEDROSA, 2019). Partindo da teoria kaleckiana dos lucros, um aumento do investimento agregado das firmas gera um aumento do lucro agregado em igual montante (TOPOROWSKI, 2008). Portanto, as firmas, ao investirem, experimentam um aumento tanto do passivo, quanto do ativo financeiro (depósitos à vista, decorrentes do maior fluxo de caixa). Dessa forma, não se verifica, necessariamente, maior alavancagem, tampouco uma maior fragilidade financeira.

Uma segunda crítica relevante para a agenda da macroeconomia imobiliária diz respeito à fonte da instabilidade econômica. Minsky coloca a dinâmica do investimento das firmas como principal elemento para sua explicação (TOPOROWSKI, 2008), seja pelo seu efeito na demanda agregada e no produto, seja pelo endividamento decorrente do seu financiamento. Há, no entanto, ampla evidência empírica apontando para a estabilidade de tal gasto. De acordo com esses trabalhos, o investimento não residencial agregado segue o princípio do ajuste de estoque de capital. Sua trajetória é bem comportada, seguindo a evolução dos gastos autônomos da economia, como apresentado pelo modelo do supermultiplicador *sraffiano* (CHIRINKO, 1993; DE LONG; SUMMERS, 1991; GIRARDI; PARIBONI, 2020; HALUSKA; BRAGA; SUMMA, 2020; PÉREZ-MONTIEL; ERBINA, 2020)⁴. Esse comportamento do investimento das firmas abre a possibilidade de se buscar em outros lugares a origem para a instabilidade econômica.

A macroeconomia imobiliária pode contribuir para o preenchimento das lacunas deixadas por essas críticas. Conforme já discutido, os trabalhos sobre a economia norte-americana apontam um papel fundamental do investimento residencial para se explicar o ciclo econômico, a tendência de crescimento e a crise. Do ponto de vista teórico, os trabalhos de Teixeira (2015) e Dejuán e McCombie (2018) introduziram o investimento residencial no arcabouço analítico do supermultiplicador *sraffiano*. No primeiro, o investimento residencial aparece como um gasto autônomo fundamental para explicar a trajetória da economia norte-americana nos anos 2000. No último, a instabilidade econômica é originada do multiplicador de gastos associado ao consumo induzido, que não mais depende de parâmetros fixos, mas sim de variáveis relacionadas ao endividamento das famílias.

4 Desenvolvido originalmente por Serrano (1995) e Bortis (1996), o supermultiplicador *sraffiano* tem sido utilizado também por um conjunto de autores neokaleckianos (ALLAIN, 2015; DUTT, 2018; LAVOIE, 2016). Mais recentemente, foi introduzido na estrutura contábil SFC por Brochier e Macedo e Silva (2018) e Mandarin *et al.* (2020).

O primeiro tipo de crítica ao Minsky aponta para a necessidade de se trabalhar com modelos que incluam a possibilidade de comportamento heterogêneo dos agentes econômicos. Esse é um caminho possível para analisar teoricamente a emergência de fragilidade financeira.

Da literatura com inspiração em Minsky, somente o trabalho de Ryoo (2016) relaciona o endividamento e a fragilidade financeira das famílias às bolhas de ativos⁵. Neste modelo, são os trabalhadores – e não os rentistas – que investem em imóveis e o fazem a partir da taxa de retorno esperada ao se especular com casas. Apesar de avançar em direção a um maior esclarecimento na relação entre bolha de ativos e instabilidade financeira, as hipóteses do modelo de Ryoo (2016) são questionáveis. Como sugerem as evidências elencadas pela nova narrativa (ALBANESI; DE GIORGI; NOSAL, 2017; CASTILHO, 2020), o *boom* de preços de imóveis foi causado pela especulação imobiliária, portanto, não parece razoável construir um modelo no qual são os trabalhadores, e não os rentistas, a se alavancarem para a aquisição de imóveis.

Além de Minsky, outro economista que passou a ser revisitado foi Godley pela sua abordagem da macroeconomia da consistência entre fluxos e estoques (doravante, SFC)⁶. Nos últimos anos, houve um relativo consenso na literatura heterodoxa sobre algumas das vantagens dessa metodologia para se modelar de forma integrada o lado real e financeiro da economia (NIKIFOROS; ZEZZA, 2017). Apesar de sua crescente utilização, poucos trabalhos incluíram imóveis em seus modelos (CAVERZASI; GODIN, 2015).

A partir da revisão de literatura dos modelos SFC, nota-se o pouco detalhamento das relações financeiras entre famílias e bancos (LAVOIE, 2020). Outra lacuna identificada na literatura que parte desta metodologia é o tratamento teórico dado ao setor financeiro, que sempre aparece como mero intermediador bancário (LE HERON; MOUAKIL, 2008). Portanto, os modelos SFC têm dado pouca atenção à relação entre fragilidade financeira das famílias, investimento residencial, racionamento de crédito e bolha de ativos.

Uma exceção é o modelo de Teixeira e Petrini (2021) em que são incluídos crédito às famílias e firmas, investimento residencial e inflação de ativos. Diferente de Zezza (2008) e Nikolaidi (2015), os autores partem do supermultiplicador *sraffiano* de modo que é o investimento residencial que lidera o ciclo econômico e a tendência de crescimento. Sendo assim, tal modelo enfatiza as implicações das bolhas de ativos (nesse caso, imóveis) sobre a dinâmica macroeconômica e a acumulação de capital. Apesar de avançar na análise

5 Para um *survey* da literatura *minskyana* formal, ver Nikolaidi e Stockhammer (2017).

6 Cabe ressaltar que apesar da metodologia SFC ter recebido uma maior atenção após a Grande Recessão, é uma proposta de análise cujas origens datam dos anos 70. Sobre as origens desta metodologia, suas hipóteses (explícitas e implícitas) e alguns aspectos críticos ver Teixeira (2015).

das implicações macroeconômicas do investimento residencial, o modelo de Teixeira e Petrini (2021) é extremamente parcimonioso, não se propondo a detalhar a relação entre mercado imobiliário e crédito hipotecário, assim como mudanças na composição patrimonial dos bancos. Além disso, nesse modelo não há possibilidade de se ter heterogeneidade de comportamentos de agentes de um mesmo setor institucional. Essas também são algumas das lacunas que essa agenda de pesquisa deve buscar preencher.

Uma possível forma de se incorporar essa heterogeneidade de comportamento de agentes é por meio de uma modelagem baseada em agentes (ABM). De modo geral, os modelos que partem desta metodologia enfatizam a relação entre firmas, estrutura de mercado e inovação (DELLI GATTI *et al.*, 2003; GATTI; GALLEGATI, 1997). Mesmo dentre os modelos que incluem um maior detalhamento na relação entre famílias e bancos não se verifica ainda a inclusão de inflação de ativos, tampouco de investimento residencial (BOTTA; CAVERZASI; RUSSO, 2020; CARDACI, 2018; CARVALHO; DI GUILMI, 2014).

Dessa forma, enquanto os modelos SFC fornecem pistas relevantes para se investigar as relações entre setor real e financeiro, nota-se a pouca ênfase à possibilidade de um sistema bancário ativo, que racione crédito e segregue o mercado. Além disso, por se tratar de uma metodologia usualmente utilizada em modelos agregados, não é capaz de tratar de questões relativas à fragilidade financeira de forma adequada. Já os modelos que enfatizam a relevância da heterogeneidade de comportamento (como é o caso dos ABMs), mais adequados para investigar instabilidade financeira, dão pouca ênfase às famílias. Pontua-se ainda a pouca atenção dada ao investimento residencial nas abordagens mencionadas, a despeito da sua relevância empírica, já mencionada nas seções anteriores.

Em relação às formas de incluir o investimento residencial nos modelos macroeconômicos, o supermultiplicador sraffiano apresenta-se como a forma mais coerente. O fato de que esse modelo tem como condição necessária a existência de gastos autônomos não criadores de capacidade oferece um caminho adequado para a incorporação desse gasto. Além disso, sua solução para alguns dos problemas centrais da teoria do crescimento econômico⁷ resultou em um modelo com capacidade de replicar os principais fatos estilizados do crescimento econômico⁸. Como mencionado, esse caminho já foi iniciado por Teixeira (2015), Dejuán e McCombie (2018) e Teixeira e Petrini (2021).

7 Para uma comparação do modelo do supermultiplicador sraffiano com os demais modelos de crescimento liderado pela demanda, ver Serrano e Freitas (2017).

8 Nessa mesma seção mencionamos alguns trabalhos aplicados que mostram a validade empírica do supermultiplicador sraffiano para um conjunto de países.

Novos trabalhos podem partir desses e incorporar as discussões mapeadas ao longo do capítulo.

5. Conclusão

Ao longo desse capítulo, apresentou-se a agenda de pesquisa da macroeconomia imobiliária. A necessidade de se estudar os temas que a compõem decorre tanto de lacunas teóricas da literatura de crescimento econômico, CPE, VoC e da financeirização quanto de evidências empíricas que mostram a importância do investimento residencial e do mercado de crédito imobiliário para o lado real e financeiro da economia.

A incapacidade dos economistas de anteciparem a possibilidade de ocorrência de uma crise nos moldes da Grande Recessão – e até mesmo de entendê-la na época – exemplifica as consequências de um olhar pouco atento aos tópicos da macroeconomia imobiliária. Apesar da relevância dessa crise, vale ressaltar que essa agenda não se restringe a esse episódio tampouco ao caso particular dos EUA. Mais especificamente, essa agenda procura evidenciar a importância macroeconômica da inflação de preço de imóveis, das particularidades institucionais do mercado imobiliário, do investimento residencial e seus determinantes. Estes elementos podem ajudar a compreender os determinantes da demanda agregada, do crescimento econômico e da fragilidade financeira da economia, sobretudo das famílias.

A agenda de pesquisa da macroeconomia imobiliária também aponta para outros caminhos, além dos que foram aqui apresentados. Outras frentes de pesquisa podem avançar em direção a uma maior compreensão das relações entre consumo financiado por crédito e valorização dos imóveis (ALBANESI; DE GIORGI; NOSAL, 2017; KARWOWSKI, 2019; TEIXEIRA, 2015, 2011; WOOD; STOCKHAMMER, 2020); implicações reais e financeiras de bolhas de ativos alavancadas (JORDÀ; SCHULARICK; TAYLOR, 2015; SCHULARICK; TAYLOR, 2012); relações entre preço dos imóveis, aluguel, renda da terra e distribuição funcional e pessoal de renda (CASTILHO, 2020; FULLER; JOHNSTON; REGAN, 2020) e; não exaustivamente, transformações do Estado de bem-estar social e mercantilização do acesso à moradia (GREEN; WACHTER, 2010; SCHWARTZ; SEABROOKE, 2009).

Os temas aqui abordados complementam outras agendas de pesquisa já existentes que além de relevantes vão além da discussão econômica e contemplam pontos que também precisam ser melhor compreendidos. A “macroeconomia imobiliária” é, portanto, apenas um possível recorte que visa enfatizar o porquê de se estudar essa problemática no arcabouço da macroeconomia da demanda efetiva. Nesse sentido, os tópicos aqui elencados constituem o primeiro passo dessa agenda de pesquisa mais ampla.

REFERÊNCIAS

AALBERS, M. B. The Financialization of Home and the Mortgage Market Crisis. **Competition & Change**, v. 12, n. 2, p. 148-166, 1 jun. 2008.

ALBANESI, S.; DE GIORGI, G.; NOSAL, J. Credit Growth and the Financial Crisis: A New Narrative. **National Bureau of Economic Research Working Paper** 23740. ago. 2017.

ALLAIN, O. Tackling the instability of growth: a Kaleckian-Harrodian model with an autonomous expenditure component. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 5, p. 1351-1371, 2015.

ANDERSON, K. M.; KURZER, P. The politics of mortgage credit expansion in the small coordinated market economies. **West European Politics**, v. 43, n. 2, p. 366-389, 23 fev. 2020.

ARESTIS, P.; GONZÁLEZ-MARTÍNEZ, A. R. Residential Construction Activity in OECD Economies: Residential Construction Activity in OECD Economies. **The Manchester School**, v. 83, n. 4, p. 451-474, jul. 2015.

BACCARO, L.; PONTUSSON, J. Rethinking Comparative Political Economy: The Growth Model Perspective. **Politics & Society**, v. 44, n. 2, p. 175-207, 1 jun. 2016.

BANDT, O. D.; HARTMANN, P.; PEYDRÓ, J. L. **Systemic Risk in Banking**. Oxford University Press, 2012.

BARBA, A.; PIVETTI, M. Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications - A long-period analysis. **Cambridge Journal of Economics**, 2009.

BARNES, L. Private Debt and the Anglo-Liberal Growth Model. **Government and Opposition**, v. 51, n. 4, p. 529-552, out. 2016.

BECKER, J. *et al.* Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. **Competition & Change**, v. 14, n. 3-4, p. 225-247, 1 dez. 2010.

BIBOW, J. Financialization of the US household sector: The "subprime mortgage crisis" in US and global perspective. **IMK Study**, 2010.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**: Getting granular. O. Blanchard, G. Dell'Ariccia, P. Mauro.- 31 May, 2013.

BLANCHARD, O.; SUMMERS, L. H. (eds.). **Rethinking Macroeconomic Policy**. PIIIE, 2017.

BORIO, C. **The financial cycle and macroeconomics**: what have we learnt? 10 dez. 2012.

BORTIS, H. **Institutions, behaviour and economic theory**: A contribution to classical-Keynesian political economy. Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

BOTTA, A.; CAVERZASI, E.; RUSSO, A. When complexity meets finance: A contribution to the study of the macroeconomic effects of complex financial systems. **Research Policy**, p. 103990, 6 maio 2020.

BROCHIER, L.; MACEDO E SILVA, A. C. The macroeconomics implications of consumption: state-of-art and prospects for the heterodox future research. **Análise Econômica**, v. 35, n. especial, 5 ago. 2017.

BROCHIER, L.; MACEDO E SILVA, A. C. A supermultiplier Stock-Flow Consistent model: the "return" of the paradoxes of thrift and costs in the long run? **Cambridge Journal of Economics**, 2018.

CARDACI, A. Inequality, household debt and financial instability: An agent-based perspective. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 149, p. 434-458, maio 2018.

CARVALHO, L.; DI GUILMI, C. Income Inequality and Macroeconomic Instability: A Stock-Flow Consistent Approach with Heterogeneous Agents. **SSRN Electronic Journal**, 2014.

CARVALHO, L.; REZAI, A. Personal income inequality and aggregate demand. **Cambridge Journal of Economics**, v. 40, n. 2, p. 491-505, mar. 2016.

CASTILHO, P. A. F. **Desaceleração do crescimento, juros baixos e queda na parcela salarial na economia americana: Elementos para uma Interpretação Sraffiana.** Doutorado-Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2020.

CAVERZASI, E.; GODIN, A. Post-Keynesian stock-flow-consistent modeling: a survey. **Cambridge Journal of Economics**, v. 39, n. 1, p. 157-187, 1 jan. 2015.

CHANG, H.-J. Institutions and economic development: theory, policy and history. **Journal of Institutional Economics**, v. 7, n. 4, p. 473-498, dez. 2011.

CHIRINKO, R. S. Business Fixed Investment Spending: Modeling Strategies, Empirical Results, and Policy Implications. **Journal of Economic Literature**, v. 31, n. 4, p. 1875-1911, 1993.

CLAESSENS, S.; KOSE, M. A. **Frontiers of macrofinancial linkages.** Basel: Bank for International Settlements, 2018.

DE BANDT, O. *et al.* (eds.). **Housing Markets in Europe.** Berlin: Springer Berlin Heidelberg, 2010.

DE LONG, J. B.; SUMMERS, L. Equipment Investment and Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 106, n. 2, p. 445-502, 1991.

DEJUÁN, Ó.; MCCOMBIE, J. S. L. The Supermultiplier-Cum-Finance. **Economic Limits of a Credit Driven System.** p. 28, 2018.

DELLI GATTI, D. *et al.* Financial fragility, patterns of firms' entry and exit and aggregate dynamics. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 51, n. 1, p. 79-97, 1 maio 2003.

DETZER, D. **Financialization made in Germany – a review:** Working Paper n. 122. Berlin School of Economics and Law: Institute for International Political Economy Berlin, 2019.

DUESENBERY, J. S. Investment in housing. **Business cycle and economic growth.** Economic Handbook Series. McGraw-Hill, 1958.

DUTT, A. K. Some observations on models of growth and distribution with autonomous demand growth. **Metroeconomica**, 5 dez. 2018.

EDERER, S.; MAYERHOFER, M.; REHM, M. Rich and ever richer? Differential returns across socioeconomic groups. **Journal of Post Keynesian Economics**, p. 1-19, 28 ago. 2020.

EDERER, S.; REHM, M. Will Wealth Become More Concentrated in Europe? Evidence from a Calibrated Post-Keynesian model. **Cambridge Journal of Economics**, 2019.

EUROPEAN CENTRAL BANK. **Housing finance in the euro area: structural issues report**. Frankfurt am Main: European Central Bank, 2010.

FAIR, R. **Macroeconometric Modeling**. 2013. Disponível em: <https://fair-model.econ.yale.edu/mmm2/mm.pdf>.

FAIR, R. **Macroeconometric Modeling**. 2018. Disponível em: <https://fair-model.econ.yale.edu/mmm2/mm2018.pdf>.

FIEBIGER, B. Semi-autonomous household expenditures as the causa causans of postwar US business cycles: the stability and instability of Luxemburg-type external markets. **Cambridge Journal of Economics**, v. 42, n. 1, p. 155-175, 10 jan. 2018.

FIEBIGER, B.; LAVOIE, M. Trend and business cycles with external markets: Non-capacity generating semi-autonomous expenditures and effective demand. **Metroeconomica**, 2017.

FULLER, G. W.; JOHNSTON, A.; REGAN, A. Housing prices and wealth inequality in Western Europe. **West European Politics**, v. 43, n. 2, p. 297-320, 23 fev. 2020.

GATTI, D. D.; GALLEGATI, M. At the Root of the Financial Instability Hypothesis: "Induced Investment and Business Cycles". **Journal of Economic Issues**, v. 31, n. 2, p. 527-534, 1997.

GAUGER, J.; COXWELL SNYDER, T. Residential Fixed Investment and the Macroeconomy: Has Deregulation Altered Key Relationships? **The Journal of Real Estate Finance and Economics**, v. 27, n. 3, p. 335-354, 1 nov. 2003.

GIRARDI, D.; PARIBONI, R. Autonomous demand and the investment share. **Review of Keynesian Economics**, v. 8, n. 3, p. 428-453, 1 jul. 2020.

GREEN, R. K. Follow the Leader: How Changes in Residential and Non-residential Investment Predict Changes in GDP. **Real Estate Economics**, v. 25, n. 2, p. 253-270, 1997.

GREEN, R. K. International Comparisons of Mortgages. *In: Introduction to Mortgages & Mortgage Backed Securities*. Elsevier, 2014. p. 107-122.

GREEN, R. K.; WACHTER, S. M. The American Mortgage in Historical and International Context. **Journal of Economic Perspectives**, v. 19, n. 4, p. 93-114, nov. 2005.

GREEN, R. K.; WACHTER, S. M. The Housing Finance Revolution. *In: SMITH, S. J.; SEARLE, B. A. (eds.). The Blackwell Companion to the Economics of Housing*. Oxford, UK: Wiley-Blackwell, 2010. p. 414-445.

HALUSKA, G.; BRAGA, J.; SUMMA, R. Growth, investment share and the stability of the Sraffian Supermultiplier model in the U.S. economy (1985–2017). **Metroeconomica**, p. meca.12323, 5 dez. 2020.

HEIN, E.; DETZER, D.; DODIG, N. (eds.). **The Demise of finance-dominated capitalism: explaining the financial and economic crises**. Cheltenham, UK ; Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing, 2015.

HUANG, Y. *et al.* Is Housing the Business Cycle? A Multiresolution Analysis for OECD Countries. **Journal of Housing Economics**, p. 101692, maio 2020.

JOHNSTON, A.; REGAN, A. Global Finance, Labor Politics, and the Political Economy of Housing Prices. **Politics & Society**, v. 45, n. 3, p. 327-358, set. 2017.

JORDÀ, Ò. *et al.* The Rate of Return on Everything, 1870-2015. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 134, n. 3, p. 1225-1298, 1 ago. 2019.

JORDÀ, Ò.; SCHULARICK, M.; TAYLOR, A. M. Leveraged bubbles. **Journal of Monetary Economics**, v. 76, p. S1-S20, dez. 2015.

JORDÀ, Ò.; SCHULARICK, M.; TAYLOR, A. M. The great mortgaging: housing finance, crises and business cycles. **Economic Policy**, v. 31, n. 85, p. 107-152, jan. 2016.

KARWOWSKI, E. Towards (de-)financialisation: the role of the state. **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 4, p. 1001-1027, 25 jul. 2019.

KEYNES, J. M. **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. 1. ed. Cambridge University Press, 1978. v. XXI

LAPAVITSAS, C.; POWELL, J. Financialisation varied: a comparative analysis of advanced economies. **Cambridge Journal of Regions, Economy and Society**, v. 6, n. 3, p. 359-379, 1 nov. 2013.

LAVOIE, M. Convergence Towards the Normal Rate of Capacity Utilization in Neo-Kaleckian Models: The Role of Non-Capacity Creating Autonomous Expenditures. **Metroeconomica**, v. 67, n. 1, p. 172-201, 1 fev. 2016.

LAVOIE, M. Was Hyman Minsky a post-Keynesian economist? **Review of Evolutionary Political Economy**, 11 mar. 2020.

LAVOIE, M.; SECCARECCIA, M. Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link? *In*: BELLOFIORE, R.; FERRI, P. (eds.). **Financial Fragility and Investment in the Capitalist Economy**. Edward Elgar Publishing, 2001. p. 2074.

LE HERON, E.; MOUAKIL, T. A Post-Keynesian Stock-Flow Consistent Model for Dynamic Analysis of Monetary Policy Shock on Banking Behaviour. **Metroeconomica**, v. 59, n. 3, p. 405-440, 2008.

LEAMER, E. E. **Housing IS the Business Cycle**. National Bureau of Economic Research, set. 2007. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w13428>. Acesso em: 20 dez. 2018.

LEAMER, E. E. Housing Really Is the Business Cycle: What Survives the Lessons of 200809? **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 47, n. S1, p. 4350, 2015.

MANDARINO, G. V.; SANTOS, C. H. D.; SILVA, A. C. M. E. Workers' debt-financed consumption: a supermultiplier stock-flow consistent model. **Review of Keynesian Economics**, v. 8, n. 3, p. 339364, 1 jul. 2020.

MERTZANIS, C. Financialisation, institutions and financing constraints in developing countries. **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 4, p. 825866, 25 jul. 2019.

MIAN, A.; SUFI, A. **House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from Happening Again**. University of Chicago Press, 2014.

MIAN, A.; SUFI, A.; VERNER, E. Household Debt and Business Cycles Worldwide. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 132, n. 4, p. 1755-1817, 1 nov. 2017.

MILANOVIC, B. **Global Inequality**. Harvard University Press, 2016.

NIKIFOROS, M.; ZEZZA, G. Stock-Flow Consistent Macroeconomic Models: A Survey. **Journal of Economic Surveys**, v. 31, n. 5, p. 1204-1239, 2017.

NIKOLAIDI, M. **Securitisation, wage stagnation and financial fragility: a stock-flow consistent perspective**: Greenwich Papers in Political Economy. University of Greenwich, Greenwich Political Economy Research Centre, 2015. Disponível em: <https://ideas.repec.org/p/gpe/wpaper/14078.html>. Acesso em: 1 ago. 2019.

NIKOLAIDI, M.; STOCKHAMMER, E. Minsky Models: A Structured Survey. **Journal of Economic Surveys**, v. 31, n. 5, p. 1304-1331, 2017.

PEDROSA, Í. Firms' leverage ratio and the Financial Instability Hypothesis: an empirical investigation for the US economy (1970-2014). **Cambridge Journal of Economics**, v. 43, n. 6, p. 1499-1523, 23 nov. 2019.

PÉREZ-MONTIEL, J. A.; ERBINA, C. M. Autonomous expenditures and induced investment: a panel test of the Sraffian supermultiplier model in European countries. **Review of Keynesian Economics**, v. 8, n. 2, p. 220-239, 7 abr. 2020.

PÉREZ-MONTIEL, J. A.; PARIBONI, R. Housing is NOT ONLY the Business Cycle: A Luxemburg-Kalecki External Market Empirical Investigation for the United States. **Review of Political Economy**, p. 1-22, 25 jan. 2021.

PETRINI, G. **Demanda Efetiva no médio prazo: investimento residencial, bolha de ativos em uma abordagem Stock-Flow Consistent com Supermultiplicador Sraffiano**. Dissertação (Mestrado-Campinas: Unicamp, 2020).

PIKETTY, T. **O capital no século XXI**. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

RYOO, S. Household debt and housing bubbles: a Minskian approach to boom-bust cycles. **Journal of Evolutionary Economics**, v. 26, n. 5, p. 971-1006, 1 dez. 2016.

SCHULARICK, M.; TAYLOR, A. M. Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008. **American Economic Review**, v. 102, n. 2, p. 1029-1061, abr. 2012.

SCHWARTZ, H. M.; SEABROOKE, L. Varieties of Residential Capitalism in the International Political Economy: Old Welfare States and the New Politics of Housing. In: SCHWARTZ, H. M.; SEABROOKE, L. (eds.). **The Politics of Housing Booms and Busts**. International Political Economy Series. London: Palgrave Macmillan UK, 2009. p. 1-27.

SCHWARTZ, H. M.; TRANØY, B. S. Thinking about Thinking about Comparative Political Economy: From Macro to Micro and Back. **Politics & Society**, v. 47, n. 1, p. 23-54, 1 mar. 2019.

SERRANO, F. Long Period Effective Demand and the Sraffian Supermultiplier. **Contributions to Political Economy**, v. 14, n. 1, p. 67-90, 1995.

SERRANO, F.; FREITAS, F. The Sraffian supermultiplier as an alternative closure for heterodox growth theory. **European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention**, v. 14, n. 1, p. 70-91, 1 abr. 2017.

SRAFFA, P. Dr. Hayek on Money and Capital. **The Economic Journal**, v. 42, n. 165, p. 42-53, 1932.

STOCKHAMMER, E. Financialisation and the slowdown of accumulation. **Cambridge Journal of Economics**, v. 28, n. 5, p. 719-741, 2004.

STOCKHAMMER, E.; WILDAUER, R. Debt-driven growth? Wealth, distribution and demand in OECD countries. **Cambridge Journal of Economics**, v. 40, n. 6, p. 1609-1634, 1 nov. 2016.

TEIXEIRA, L. A. **Crescimento liderado pela demanda na economia norte-americana nos anos 2000: uma análise a partir do supermultiplicador sraffiano com inflação de ativos**. Tese (Doutorado) - Rio de Janeiro: Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2015.

TEIXEIRA, L. Uma Investigação sobre a desigualdade na distribuição de renda e o endividamento dos trabalhadores norte-americanos dos anos 1980 aos anos 2000. **Texto para Discussão 1695 - IPEA**, Texto para Discussão 1695 - IPEA. dez. 2011.

TEIXEIRA, L.; PETRINI, G. **Long-run effective demand and residential investment**: a Sraffian supermultiplier based analysis. Texto para Discussão Unicamp/IE No 404. p. 25, 2021.

TOPOROWSKI, J. Minsky's "induced investment and business cycles". **Cambridge Journal of Economics**, v. 32, n. 5, p. 725-737, 19 jan. 2008.

VAN GUNTEN, T.; NAVOT, E. Varieties of indebtedness: Financialization and mortgage market institutions in Europe. **Social Science Research**, v. 70, p. 90-106, 1 fev. 2018.

WIJBURG, G.; AALBERS, M. B. The alternative financialization of the German housing market. **Housing Studies**, v. 32, n. 7, p. 968-989, 3 out. 2017.

WOOD, J.; STOCKHAMMER, E. **House prices, private debt and the macroeconomics of comparative political economy**. Post Keynesian Economics Society (PKES), fev. 2020. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/paper/pkewpaper/pkwp2005.htm>. Acesso em: 13 fev. 2020.

ZEZZA, G. US growth, the housing market, and the distribution of income. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 3, p. 375-401, 2008.

ÍNDICE REMISSIVO

A

Ações 59, 75, 87, 89, 90, 91, 96, 107, 108, 113, 114, 115, 116, 117, 118, 124, 126, 128, 130, 135, 149, 163, 198, 238, 268, 274

Arrecadação 49, 50, 51, 52, 61, 77, 184, 185, 187, 188, 192, 193, 195, 196, 198, 199, 200, 205, 208, 210, 219, 256, 343, 350

Austeridade 7, 8, 13, 14, 20, 24, 26, 29, 30, 32, 33, 41, 42, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 60, 61, 62, 64, 75, 95, 200, 212, 214, 217, 218, 219, 248, 257, 266, 268, 355

B

Banco 22, 47, 50, 51, 52, 61, 76, 79, 92, 96, 109, 110, 113, 149, 151, 152, 153, 161, 162, 163, 164, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 261, 263, 264, 265, 266, 267, 271, 272, 273, 282, 283, 291, 338

Banco Central 22, 47, 50, 51, 52, 61, 76, 92, 109, 149, 151, 152, 153, 162, 163, 164, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 261, 263, 264, 265, 266, 267, 271, 273, 282, 283, 291, 338

Bancos 45, 46, 58, 74, 75, 79, 83, 86, 91, 92, 95, 106, 141, 142, 148, 149, 150, 152, 157, 158, 159, 160, 161, 162, 163, 169, 171, 173, 175, 176, 177, 183, 187, 188, 214, 240, 254, 255, 256, 257, 259, 261, 264, 265, 347, 362, 363, 364, 369, 370, 371

C

Câmbio 11, 14, 21, 33, 34, 48, 108, 141, 147, 149, 150, 163, 164, 165, 167, 169, 170, 172, 173, 175, 177, 186, 255, 273, 274, 279, 280, 281, 282, 283, 292, 310, 311, 348

Capital 9, 20, 41, 46, 47, 48, 49, 53, 54, 59, 60, 61, 64, 65, 66, 68, 69, 70, 73, 83, 86, 91, 92, 106, 107, 109, 141, 142, 143, 144, 145, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 158, 169, 176, 177, 178, 179, 180, 181, 182, 234, 259, 269, 282, 313, 314, 315, 316, 318, 319, 320, 321, 322, 323, 324, 325, 326, 327, 329, 330, 331, 332, 336, 337, 338, 344, 345, 346, 347, 350, 357, 358, 369, 371, 380

Ciclo 9, 14, 19, 26, 38, 40, 48, 66, 106, 142, 144, 145, 147, 148, 149, 150, 151, 153, 163, 169, 176, 177, 193, 197, 199, 205, 208, 211, 212, 213, 218, 366, 367, 370, 371

Commodities 19, 48, 67, 104, 105, 106, 149, 163, 164, 165, 167, 169, 171, 173, 176, 188, 240, 313, 315, 316, 317, 318, 319, 321, 322, 323, 343

Commodity 313, 315, 316, 317, 318, 320, 321, 322, 323, 324, 325, 326, 333, 336, 338, 367

Consumo 19, 20, 21, 22, 24, 25, 29, 38, 40, 41, 46, 47, 49, 51, 52, 57, 58, 60, 65, 66, 77, 78, 117, 119, 120, 241, 344, 346, 347, 350, 361, 367, 370, 372

Contas Públicas 20, 183, 184, 185, 186, 187, 193, 200, 205, 206, 208, 211, 212, 215, 218

Controle 9, 47, 51, 87, 114, 115, 119, 127, 131, 134, 151, 152, 153, 158, 161, 165, 169, 177, 183, 184, 186, 187, 188, 193, 198, 205, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 219, 236, 237, 238, 262, 272, 281, 282

Covid 73, 74, 76, 82, 84, 86, 87, 88, 89, 90, 93, 97, 98, 99, 101, 103, 105, 107, 109, 110, 112, 113, 117, 128, 130, 131, 134, 135, 136, 137, 239, 269, 270

Crédito 8, 9, 14, 22, 41, 45, 46, 47, 48, 58, 74, 75, 76, 77, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 86, 90, 91, 92, 93, 94, 102, 124, 141, 142, 147, 148, 149, 150, 151, 152, 153, 154, 155, 156, 157, 158, 159, 163, 165, 166, 167, 169, 171, 172, 173, 175, 176, 177, 180, 184, 187, 191, 192, 193, 198, 199, 208, 209, 211, 212, 213, 214, 215, 216, 217, 219, 223, 224, 225, 226, 255, 256, 257, 261, 264, 265, 266, 344, 347, 362, 363, 365, 366, 367, 368, 371, 372

Crescimento 13, 18, 19, 20, 21, 25, 26, 29, 31, 33, 34, 35, 37, 39, 41, 42, 48, 49, 50, 51, 52, 55, 57, 58, 59, 60, 61, 64, 67, 75, 76, 90, 91, 94, 110, 112, 113, 122, 123, 126, 127, 134, 142, 145, 148, 149, 150, 152, 154, 159, 162, 165, 169, 177, 183, 185, 187, 188, 191, 193, 194, 195, 196, 199, 200, 201, 208, 211, 212, 215, 216, 218, 238, 240, 241, 244, 253, 254, 257, 264, 265, 266, 268, 345, 348, 353, 362, 363, 364, 367, 368, 370, 371, 372, 375, 381

Crise 4, 7, 8, 9, 10, 13, 14, 17, 18, 24, 33, 45, 46, 47, 48, 49, 53, 55, 57, 62, 64, 65, 66, 67, 69, 70, 73, 74, 75, 76, 77, 79, 80, 85, 87, 89, 90, 91, 92, 94, 95, 97, 101, 102, 103, 104, 105, 107, 110, 111, 112, 113, 114, 141, 142, 143, 145, 146, 148, 149, 151, 152, 161, 162, 163, 176, 177, 178, 183, 185, 186, 187, 188, 189, 190, 192, 193, 194, 195, 196, 198, 199, 200, 205, 207, 208, 210, 212, 213, 214, 215, 217, 218, 219, 220, 221, 231, 235, 237, 238, 244, 245, 247, 249, 253, 256, 257, 260, 264, 268, 271, 272, 282, 310, 337, 343, 346, 347, 348, 359, 360, 361, 366, 368, 370, 372

D

Demanda 13, 21, 24, 29, 30, 33, 35, 37, 38, 39, 40, 41, 42, 48, 49, 50, 56, 57, 59, 60, 61, 62, 63, 66, 74, 75, 77, 78, 79, 84, 87, 88, 92, 94, 102, 114, 119, 124, 127, 132, 134, 143, 153, 158, 159, 165, 169, 175, 176, 253, 254, 255, 256, 260, 261, 262, 264, 265, 269, 280, 344, 351, 363, 369, 371, 372, 373, 380, 381

Desenvolvimento 11, 20, 22, 73, 78, 79, 82, 95, 102, 105, 106, 108, 109, 112, 142, 145, 147, 176, 184, 212, 234, 246, 279, 281, 343, 344, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 352, 353, 358, 362, 363, 389, 390

Despesas 21, 50, 67, 71, 83, 87, 95, 184, 185, 187, 190, 192, 193, 194, 195, 196, 197, 198, 199, 200, 202, 205, 206, 207, 208, 212, 215, 216, 217, 219, 262

Distanciamento 9, 75, 78, 89, 103, 115, 116, 117, 118, 119, 121, 124, 125, 126, 127, 128, 130, 131, 132, 134, 135

Distanciamento Social 9, 75, 78, 103, 115, 116, 117, 118, 119, 121, 124, 125, 126, 128, 130, 131, 132, 135

Dívida 10, 14, 18, 48, 49, 51, 52, 75, 91, 94, 95, 107, 108, 148, 149, 162, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 190, 191, 192, 193, 195, 196, 197, 198, 199, 208, 211, 212, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 219, 221, 223, 224, 225, 226, 231, 244, 253, 254, 256, 257, 258, 259, 260, 265, 266, 267, 268, 272, 346, 364

Dívida Pública 10, 14, 48, 49, 51, 52, 75, 91, 94, 183, 184, 185, 186, 193, 195, 196, 219, 253, 254, 256, 257, 258, 259, 260, 265, 266, 267, 268, 272

E

Economia 4, 6, 7, 9, 12, 13, 14, 17, 19, 20, 21, 24, 26, 29, 40, 41, 46, 48, 50, 52, 53, 54,

55, 62, 64, 65, 73, 74, 75, 76, 80, 82, 83, 84, 85, 86, 92, 94, 95, 96, 98, 101, 102, 103, 110, 112, 113, 114, 115, 118, 124, 126, 131, 132, 134, 135, 141, 142, 150, 151, 163, 176, 177, 180, 181, 183, 184, 185, 188, 189, 190, 192, 194, 199, 212, 213, 218, 220, 221, 232, 236, 237, 240, 241, 245, 246, 249, 253, 255, 264, 265, 267, 268, 270, 272, 273, 274, 280, 282, 311, 313, 335, 336, 338, 339, 343, 344, 346, 348, 350, 352, 353, 355, 356, 358, 359, 360, 363, 369, 370, 372, 375, 381, 390

Economia Brasileira 4, 7, 13, 17, 19, 20, 24, 26, 29, 41, 54, 55, 64, 65, 73, 94, 95, 96, 114, 134, 135, 142, 151, 163, 176, 177, 183, 236, 240, 343, 344, 346, 350, 353

Econômica 4, 8, 9, 12, 13, 14, 19, 20, 21, 26, 30, 41, 47, 48, 49, 50, 52, 54, 55, 61, 64, 65, 73, 75, 76, 77, 78, 87, 89, 90, 94, 95, 101, 102, 111, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 124, 125, 127, 128, 131, 132, 134, 136, 142, 156, 164, 183, 184, 185, 186, 188, 189, 192, 193, 194, 196, 198, 200, 202, 207, 211, 213, 214, 215, 216, 219, 221, 235, 238, 240, 245, 248, 249, 253, 271, 272, 311, 336, 338, 345, 346, 348, 349, 353, 355, 356, 357, 358, 359, 360, 361, 366, 369, 370, 373, 374, 389, 390

Econômico 13, 14, 20, 26, 51, 53, 55, 61, 64, 73, 76, 80, 98, 99, 102, 109, 113, 115, 117, 118, 119, 126, 127, 130, 131, 132, 136, 184, 185, 188, 193, 197, 198, 199, 205, 207, 210, 211, 236, 242, 244, 246, 247, 273, 343, 344, 345, 349, 350, 352, 355, 356, 357, 359, 360, 361, 364, 366, 367, 370, 371, 372, 389, 390

Emissão 10, 14, 83, 109, 148, 161, 253, 256, 257, 258, 259, 260, 264, 265, 266, 267, 272

Emissão Monetária 10, 253, 256, 257, 258, 259, 260, 264, 265, 266

Empresas 19, 21, 32, 43, 47, 48, 49, 59, 65, 67, 74, 75, 76, 77, 79, 80, 81, 83, 84, 85, 86, 87, 91, 92, 93, 94, 95, 97, 161, 176, 183, 186, 187, 188, 192, 213, 214, 217, 240, 244, 248, 255, 260, 264, 347, 348, 349, 352

Endividamento 47, 48, 58, 59, 67, 75, 94, 147, 149, 150, 187, 188, 191, 193, 218, 220, 257, 361, 362, 363, 367, 369, 370, 381

Expansão 7, 22, 29, 38, 40, 41, 47, 48, 52, 74, 75, 95, 147, 148, 150, 152, 161, 176, 185, 186, 188, 190, 192, 193, 194, 195, 196, 198, 199, 202, 205, 207, 208, 210, 211, 218, 254, 264, 344, 357

F

Financeira 10, 12, 26, 47, 52, 75, 85, 104, 105, 107, 109, 111, 112, 113, 141, 143, 145, 147, 150, 151, 169, 178, 183, 184, 185, 188, 189, 191, 192, 193, 196, 206, 210, 213, 214, 215, 216, 217, 218, 223, 224, 225, 226, 232, 233, 234, 235, 256, 266, 270, 273, 281, 282, 310, 311, 363, 364, 368, 369, 370, 371, 372

Financeiro 57, 59, 67, 71, 74, 75, 76, 77, 79, 80, 81, 92, 104, 107, 108, 109, 112, 113, 118, 147, 148, 149, 163, 181, 198, 200, 206, 215, 216, 217, 240, 241, 243, 245, 258, 313, 344, 347, 362, 363, 369, 370, 371, 372

Financiamento 40, 76, 77, 89, 91, 92, 93, 94, 95, 106, 108, 109, 141, 142, 143, 147, 150, 161, 183, 186, 189, 191, 192, 193, 194, 198, 199, 200, 206, 207, 213, 219, 220, 223, 224, 225, 226, 237, 258, 259, 264, 267, 268, 269, 272, 346, 349, 362, 363, 365, 369

Fiscal 8, 10, 13, 14, 20, 21, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 61, 62, 75, 76, 77, 79, 80, 86, 87, 90, 91, 92, 93, 95, 96, 97, 99, 102, 120, 134, 183, 184, 185, 186, 187, 188, 189, 193, 194, 196, 197, 198, 199, 200, 201, 205, 208, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 216,

217, 218, 219, 220, 221, 254, 256, 257, 258, 259, 260, 262, 263, 264, 265, 266, 335, 348, 352, 355

G

Gasto 13, 20, 21, 26, 30, 48, 49, 50, 51, 52, 55, 60, 61, 79, 91, 102, 120, 134, 148, 192, 200, 201, 206, 212, 213, 253, 256, 260, 261, 264, 265, 266, 267, 272, 350, 366, 367, 369, 370, 372

Governo 17, 20, 21, 22, 25, 26, 27, 29, 30, 32, 33, 34, 38, 41, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 61, 62, 64, 76, 77, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 87, 91, 97, 115, 119, 120, 128, 134, 178, 183, 185, 186, 188, 192, 199, 208, 211, 213, 214, 215, 216, 218, 220, 231, 233, 235, 236, 237, 238, 239, 240, 244, 245, 246, 247, 248, 253, 254, 266, 267, 268, 271, 347, 348, 359, 360

I

Indústria 4, 8, 19, 35, 39, 40, 41, 54, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 211, 219, 240, 241, 346, 347

Inflação 21, 22, 42, 50, 51, 52, 54, 163, 169, 186, 187, 215, 216, 220, 237, 254, 255, 256, 258, 259, 266, 269, 338, 363, 366, 367, 368, 371, 372, 381

International 54, 55, 106, 110, 112, 144, 178, 179, 180, 181, 182, 312, 313, 314, 318, 319, 324, 325, 326, 327, 328, 331, 332, 333, 334, 335, 337, 355, 361, 375, 376, 377, 380

Investimento 8, 12, 13, 19, 20, 21, 22, 24, 25, 30, 34, 40, 41, 48, 49, 51, 52, 54, 59, 60, 61, 66, 75, 76, 80, 91, 94, 95, 161, 209, 210, 211, 212, 213, 218, 347, 348, 349, 350, 361, 362, 363, 364, 366, 367, 368, 369, 370, 371, 372, 380

Investimento Residencial 12, 361, 362, 363, 364, 366, 367, 368, 369, 370, 371, 372, 380

Investimentos 33, 35, 47, 52, 61, 66, 68, 70, 77, 81, 87, 91, 93, 107, 148, 184, 187, 192, 193, 200, 208, 210, 211, 212, 213, 214, 215, 219, 248, 266, 347, 349, 350, 352

L

Lei 4, 50, 51, 82, 89, 90, 183, 184, 185, 187, 205, 216, 217, 273, 274, 275, 277, 278, 279, 295, 296, 300, 301, 303, 304, 307, 310, 311

Liquidez 9, 14, 46, 47, 48, 49, 74, 75, 77, 79, 80, 81, 92, 94, 106, 108, 141, 142, 145, 147, 148, 149, 150, 151, 153, 154, 156, 157, 159, 161, 169, 176, 177, 254, 258, 259, 261, 262, 264, 265, 283, 364

M

Medidas 8, 22, 73, 74, 75, 77, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 109, 112, 113, 141, 150, 184, 191, 195, 199, 215, 216, 217, 219, 220, 244, 246, 270, 281, 346

Mercado 12, 20, 21, 24, 25, 33, 34, 35, 40, 53, 57, 61, 64, 74, 75, 77, 78, 79, 84, 92, 95, 148, 149, 151, 163, 176, 188, 193, 234, 241, 244, 245, 253, 254, 255, 258, 259, 263, 265, 266, 268, 269, 272, 273, 280, 281, 282, 283, 344, 347, 352, 358, 361, 362, 363, 364, 365, 366, 368, 371, 372

Moeda 10, 14, 21, 47, 77, 141, 143, 146, 147, 149, 150, 151, 163, 176, 177, 186, 221,

253, 254, 256, 257, 259, 260, 261, 265, 266, 269, 271, 272, 280, 281, 282, 283, 284, 294, 296, 297, 298, 299, 300, 304, 335, 336, 338

Monetária 8, 10, 13, 47, 51, 76, 83, 86, 87, 89, 91, 92, 93, 102, 147, 149, 150, 176, 186, 187, 214, 253, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 264, 265, 266, 268, 270, 280, 311

O

Operações 22, 69, 75, 83, 143, 149, 151, 161, 162, 177, 192, 198, 211, 212, 213, 216, 217, 219, 223, 224, 225, 226, 253, 254, 255, 258, 260, 263, 264, 265, 269, 280

P

Pandemia 8, 9, 10, 14, 73, 74, 77, 78, 79, 81, 82, 83, 84, 87, 89, 94, 95, 99, 101, 112, 113, 115, 116, 117, 118, 119, 120, 123, 124, 125, 127, 128, 130, 131, 132, 134, 136, 137, 141, 239, 244, 245, 246, 253, 258, 355

Política 8, 9, 10, 12, 13, 14, 19, 20, 21, 22, 30, 41, 46, 47, 48, 49, 50, 51, 52, 53, 54, 55, 60, 61, 64, 73, 75, 76, 77, 79, 83, 86, 87, 89, 90, 91, 92, 93, 96, 101, 102, 103, 104, 114, 117, 120, 124, 127, 128, 131, 136, 141, 142, 147, 149, 150, 176, 186, 187, 188, 194, 195, 199, 200, 202, 208, 212, 213, 214, 215, 220, 221, 224, 231, 232, 233, 234, 235, 237, 238, 239, 240, 241, 242, 244, 245, 246, 247, 248, 249, 254, 255, 258, 261, 264, 265, 266, 267, 268, 281, 283, 307, 311, 336, 338, 339, 345, 346, 347, 348, 349, 352, 353, 355, 356, 357, 358, 359, 360, 361, 363, 389

Política Econômica 12, 13, 14, 19, 20, 21, 30, 41, 47, 48, 49, 50, 54, 55, 60, 64, 73, 120, 136, 142, 214, 248, 311, 336, 338, 345, 346, 349, 355, 356, 357, 358, 360, 361, 389

Políticas 8, 9, 13, 14, 20, 22, 24, 26, 29, 32, 75, 77, 79, 87, 95, 109, 115, 118, 119, 124, 126, 129, 130, 134, 141, 146, 147, 150, 161, 188, 193, 196, 202, 214, 232, 234, 235, 242, 244, 246, 247, 343, 344, 345, 347, 348, 349, 356, 361

Preços 20, 21, 22, 31, 32, 34, 37, 40, 47, 48, 67, 80, 89, 102, 104, 105, 113, 147, 149, 163, 164, 167, 169, 173, 176, 188, 217, 256, 266, 274, 338, 364, 368, 370

R

Receita 49, 52, 71, 75, 94, 183, 184, 185, 187, 188, 193, 194, 195, 196, 198, 199, 200, 205, 207, 210, 211, 212, 216, 217, 219

Recuperação 7, 9, 18, 19, 29, 30, 35, 36, 38, 39, 40, 41, 45, 46, 47, 48, 50, 57, 58, 59, 61, 64, 67, 75, 94, 104, 111, 113, 115, 118, 119, 122, 123, 124, 127, 128, 131, 134, 135, 216, 217, 244, 245, 264, 347, 366

Recursos 13, 38, 80, 81, 82, 83, 84, 85, 86, 87, 88, 91, 93, 128, 143, 151, 152, 153, 156, 157, 161, 165, 167, 169, 176, 186, 187, 196, 205, 206, 208, 212, 216, 217, 219, 254, 255, 266, 267, 344, 347, 357

Renda 17, 18, 19, 20, 21, 26, 40, 41, 42, 43, 45, 49, 51, 54, 55, 59, 62, 66, 74, 75, 76, 77, 79, 81, 83, 85, 87, 89, 90, 91, 93, 102, 113, 118, 119, 120, 124, 125, 126, 127, 128, 131, 132, 134, 136, 198, 211, 212, 234, 235, 237, 239, 240, 244, 245, 256, 257, 260, 264, 269, 343, 344, 345, 346, 348, 350, 351, 353, 358, 372, 381

Reservas 108, 109, 241, 254, 255, 256, 257, 258, 260, 261, 262, 264, 265, 266, 281

Reservas Bancárias 254, 255, 256, 257, 258, 260, 261, 262, 264, 265, 266

Risco 8, 57, 62, 76, 78, 81, 87, 102, 114, 119, 124, 127, 130, 131, 134, 145, 146, 147, 149, 150, 151, 154, 176, 264, 275, 368, 369

S

Saldo 34, 86, 151, 152, 154, 155, 156, 157, 158, 159, 160, 165, 166, 167, 168, 169, 171, 173, 175, 176, 189, 215, 263, 264, 265, 266

Saúde 8, 9, 52, 73, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 82, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 93, 94, 95, 99, 115, 117, 124, 127, 128, 130, 131, 132, 134, 135, 136, 184, 199, 202, 215, 217, 253, 346, 350, 352

Serviços 36, 37, 38, 40, 45, 51, 52, 61, 74, 79, 80, 81, 82, 84, 87, 89, 90, 91, 95, 104, 117, 120, 121, 122, 123, 124, 128, 131, 184, 195, 199, 202, 206, 231, 344, 349, 351

Setores 19, 32, 54, 65, 66, 67, 68, 69, 70, 75, 80, 95, 104, 211, 217, 231, 232, 233, 234, 235, 236, 237, 239, 240, 242, 244, 245, 246, 247, 344, 348, 349, 350, 352

Social 9, 10, 13, 26, 42, 51, 55, 75, 76, 77, 78, 79, 80, 81, 88, 89, 95, 99, 103, 115, 116, 117, 118, 119, 121, 124, 125, 126, 128, 130, 131, 132, 135, 202, 205, 206, 215, 217, 231, 232, 233, 234, 235, 239, 240, 244, 245, 246, 249, 266, 268, 313, 314, 315, 316, 317, 318, 319, 320, 323, 324, 325, 326, 327, 328, 329, 331, 332, 333, 337, 338, 343, 345, 346, 347, 348, 349, 350, 351, 353, 355, 356, 357, 358, 359, 360, 373, 389

Superávits Primários 183, 186, 187, 188, 189, 190, 191, 192, 196, 199, 200, 205, 212, 213, 219

T

Taxa 14, 18, 19, 20, 21, 22, 24, 30, 34, 43, 44, 45, 48, 50, 57, 58, 66, 70, 78, 126, 142, 146, 150, 152, 163, 164, 165, 167, 169, 171, 173, 175, 177, 188, 213, 214, 221, 254, 255, 258, 261, 265, 266, 267, 272, 274, 280, 281, 282, 283, 291, 348, 361, 365, 367, 368, 370

Trabalhadores 13, 32, 42, 43, 46, 51, 78, 80, 81, 85, 89, 90, 92, 93, 94, 232, 234, 235, 240, 244, 245, 246, 260, 350, 359, 370, 381

Trabalho 20, 24, 35, 44, 51, 53, 58, 64, 77, 78, 79, 80, 81, 84, 85, 95, 119, 124, 125, 131, 142, 147, 189, 220, 241, 244, 245, 268, 274, 277, 278, 280, 310, 344, 345, 352, 358, 363, 367, 369, 370

V

Valores 11, 39, 61, 68, 85, 108, 134, 144, 163, 176, 184, 189, 197, 200, 201, 206, 208, 212, 216, 231, 234, 239, 241, 242, 243, 274, 275, 276, 277, 279, 281, 295, 296, 298, 299, 301, 303, 304, 306, 307, 310

Varição 31, 37, 40, 45, 50, 56, 129, 130, 151, 152, 154, 156, 157, 158, 159, 160, 165, 167, 169, 171, 173, 175, 212, 214, 215, 216, 217, 280, 281, 282, 284, 294

SOBRE OS AUTORES

Ana Luíza Matos de Oliveira

Doutora em Desenvolvimento Econômico pelo IE/Unicamp e professora visitante da FLACSO/Brasil.

Ana Paula Guidolin

Mestranda em Teoria Econômica no IE/Unicamp.

André Biancarelli

Professor do IE/Unicamp, pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon – IE/Unicamp).

Arthur Welle

Doutorando em Teoria Econômica no IE-Unicamp.

Bruno De Conti

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp).

Camila de Caso

Mestranda em Desenvolvimento Econômico no IE/Unicamp.

Francisco Luiz C. Lopreato

Professor livre-docente do IE-Unicamp.

Gabriel Petrini

Doutorando do programa de pós-graduação em economia do Instituto de Economia da Unicamp. Mestrando em Teoria Econômica no IE-Unicamp.

Grazielle David

Doutoranda em Desenvolvimento Econômico no IE/Unicamp.

Guilherme Santos Mello

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp). Pesquisador do CECON.

Gustavo de O. Aggio

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp).

João Victor Machado

Doutorando do programa de pós-graduação em economia do IE-Unicamp.

Julio Cesar Nascimento

Doutorando em Desenvolvimento Econômico no IE/Unicamp.

Lorena Salces Dourado

Graduanda do IE-UNICAMP.

Lucas Teixeira

Professor do IE-Unicamp. Diretor do Cecon.

Marco Antonio Rocha

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp).

Pedro Paulo Zahluth Bastos

Professor Associado do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp). Diretor associado do Cecon.

Pedro Rossi

Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE-Unicamp). Pesquisador do CECON.

Renato Rosa

Doutor em Economia pelo IE/Unicamp e pesquisador associado ao Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon – IE/Unicamp).

Ricardo Gonçalves

Doutorando em Teoria Econômica no IE/Unicamp.

Rodrigo Vergnhanini

Professor do IE/UFRJ e pesquisador associado ao Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon – IE/Unicamp).

Tiago Seixas

Mestrando em Desenvolvimento Econômico no IE/Unicamp.

SOBRE O LIVRO

Tiragem: E-Book não comercializado

Formato: 16 x 23 cm

Mancha: 12,3 X 19,3 cm

Tipologia: Times New Roman 11,5/12/16/18

Arial 7,5/8/9

Papel: Pólen 80 g (miolo)

Royal Supremo 250 g (capa)

Conjuntura, Estrutura e Teoria

O Capitalismo contemporâneo nas análises do CECON (2017-2021)

O Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (CECON), criado em 1985, tem como objetivo acompanhar sistematicamente a evolução da economia e da política econômica no Brasil, assim como em outros países e regiões. A atividade de pesquisa congrega docentes e estudantes do Instituto de Economia da Unicamp. O Centro promove regularmente seminários abertos à comunidade universitária, assim como seminários com a participação de pesquisadores provenientes de outras instituições de ensino e pesquisa. Nos últimos anos, foram desenvolvidos no âmbito do Cecon projetos de pesquisa de natureza mais estrutural, tendo como tema de fundo a posição ocupada pela economia brasileira no sistema econômico internacional, e seus dilemas de política econômica e de estratégias de desenvolvimento.

