

---

# O TRABALHO

## CAPITAL ACUMULADO

2020

---

**FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA**  
BLOG CIDADANIA&CULTURA

© Blog Cultura & Cidadania – 2020

Fernando Nogueira da Costa

COSTA, Fernando Nogueira da

*O Trabalho: Capital Acumulado.*

Campinas, SP: Blog Cultura & Cidadania, 2020.

296 p.

1. Sistema de Pagamentos. 2. Sistema de Crédito.
3. Sistema de Gestão de Dinheiro.
4. Política Monetária e Fiscal. 5. Projeto Nacional.
- I. Título.

330

## Sumário

<b>PREFÁCIO</b> .....	<b>6</b>
<b>CAPÍTULO 1 - SISTEMA DE PAGAMENTOS NO CAPITALISMO COMERCIAL</b> .....	<b>17</b>
Introdução .....	17
Endividamento de Risco no Brasil .....	19
Evolução Recente dos Meios de Pagamentos .....	28
Sistema de Pagamentos de Varejo à Vista ou a Prazo .....	33
Inovações Tecnológicas e Financeiras .....	41
Meios de Pagamentos Instantâneos .....	41
Mistura Criativa entre Capitalismo Comercial e Capitalismo Financeiro .....	46
Open Banking para Créditos e Investimentos .....	48
Redes de Varejo como Bancos Comerciais .....	50
<b>CAPÍTULO 2 - SISTEMA DE CRÉDITO NO CAPITALISMO INDUSTRIAL</b> .....	<b>54</b>
Introdução .....	54
Conceitos e Teoria da Instabilidade Financeira .....	55
O que os bancos devem fazer? Uma Análise Minskyniana .....	55
Ciclo de Endividamento .....	63
Evolução Recente do Ciclo de Crédito no Brasil .....	65
Evolução, Concentração e Competição Bancária após os 90's .....	67
Diferencial do Mercado de Crédito Brasileiro .....	70
Atuação dos Bancos Públicos Federais no período 2003-2010 .....	73
Retórica Golpista: Contabilidade Criativa e Finanças Públicas .....	76
Retórica Golpista: Contabilidade Paralela das Empresas Estatais .....	78
Visão Geral e Informações Econômico-Financeiras do BNDES .....	82
Crédito Ampliado ao Sistema Não-Financeiro .....	89
<b>CAPÍTULO 3 - SISTEMA DE GESTÃO DO DINHEIRO NO CAPITALISMO FINANCEIRO</b> .....	<b>96</b>
Introdução .....	96
Fase do Capitalismo Gestor de Dinheiro .....	100
Da Economia de Endividamento Público à Economia de Mercado de Capitais .....	103
Risco de Administração de Recursos dos Trabalhadores para Aposentadoria em Mercado de Capitais .....	109
Cidadão não, Engenheiro Civil, formado, melhor do que você .....	113
Come angu, arrota peru .....	130
Estimativa do Número de Milionários no Brasil .....	132

Estratificação Social no Brasil de acordo com DIRPF .....	136
Castas Brasileiras .....	146
Bens e Direitos: Riqueza Financeira, Imobiliária e Outros Ativos .....	151
<b>CAPÍTULO 4 - POLÍTICA ECONÔMICA EM CURTO PRAZO CONTRA CRISE SISTÊMICA .....</b>	<b>159</b>
Introdução .....	159
Política Monetária: Regras ou Arbítrio .....	163
Doutrina da PUC-Rio .....	164
Escola de Campinas: Contribuição para o Debate .....	174
Política Fiscal: Social-Desenvolvimentismo versus Fiscalismo .....	184
“Zé Regrinhas”: muitos zagueiros e ninguém marca gol .....	185
Pluralismo dos Economistas da FEA-USP .....	191
Propostas de Reforma Fiscal e Ameaças de Confisco de Riqueza .....	194
Debate entre Financistas sobre Atual Conjuntura .....	202
<b>CAPÍTULO 5 - ESTRATÉGIA PARA RETOMADA DO CRESCIMENTO SISTÊMICO .....</b>	<b>213</b>
Introdução: Contexto Internacional do Sistema Capitalista .....	213
Visão Neoliberal do Brasil .....	221
Defesa de Ideias Liberais Centristas .....	221
Brasil: o destino de nunca ser liberal .....	222
História Econômica do Brasil sob o Ponto de Vista Neoliberal .....	226
Economia Frankenstein .....	232
Brasil não consegue superar o Modelo dos 80 .....	234
Sociedade fundada no ódio não às minorias, mas à maioria .....	236
O Brasil não é um País Sério .....	239
Dissenso do Consenso de Washington .....	240
Âncora Fiscal Acima de Tudo .....	244
Culpa do Modelo de Substituição de Importações .....	247
Rompimento com o Ultrapassado Neoliberalismo .....	251
Projeto Desenvolvimentista .....	255
Existe uma Ciência Econômica? .....	255
Reação à Crise .....	258
Reconstrução da Economia Brasileira .....	261
Desenvolvimento sem Crescimento .....	263
Desafio da Desigualdade .....	267
<b>RECAPITULAÇÃO .....</b>	<b>272</b>
<b>ANEXO ESTATÍSTICO .....</b>	<b>291</b>



**BIBLIOGRAFIA.....293**  
**SOBRE O AUTOR.....296**

## Prefácio

A Lógica Clássica está constituída a partir de apenas dois valores de verdade: *verdadeiro ou falso*. Tal lógica convence por ser *intuitiva* e estar em conformação ao raciocínio humano. Pensa: “é virgem ou não é”, “está grávida ou não está”, “certo ou errado”.

O cérebro humano abomina *complexidade*. Sente dificuldade em lidar com um pensamento sistêmico sobre o nível de realidade emergente de interações de múltiplos e heterogêneos componentes. Nessa escala, a configuração temporária se encontra de maneira distinta em relação à mera extrapolação estática ou agregação simplória da vivência experimentada por cada indivíduo em seu mundinho. O reducionismo não é pertinente.

A visão holista enxerga o conjunto. O individualismo metodológico é *bottom-up*, isto é, de baixo para cima. Confunde e reduz a defesa de liberdades individuais apenas à busca do *self-interest* em livre-mercado. O egoísmo geral se equilibraria pela “mão invisível”.

O *método histórico-indutivo* se distingue do idealismo desse *método dedutivo-razional*. Parte da sensibilidade ao *mundo real*, tudo aquilo *concreto*, nos afetando o tempo todo, independente da nossa crença ou de o que façamos a respeito. Todos os fenômenos naturais e objetos sólidos, cujos contatos em nível microscópico ou macroscópico são perceptíveis, pertencem a esse nível de Realidade Objetiva.

Os idealistas imaginam: “nós combinamos” aquilo considerado “real” e não necessariamente evidenciado pela realidade objetiva. *Sua confirmação vem do coletivo*. Daí aceitam os *dogmas* de acordo com o temor a uma punição ou a esperança de uma recompensa divina. Os “paradigmas” são os pressupostos nos quais os sistemas de pensamento se embasam e interpretam o mundo como uma Realidade Consensual.

Uma terceira camada seria o nível da Realidade Pessoal. É tudo aquilo subjetivo, tomado como “real” por cada pessoa, porém não

validado nem pelo *coletivo* (consensual) nem pelo *objetivo* (experimental).

Entretanto, no nível de Realidade Quântica, o visto na Lógica Clássica como contraditório ou inadmissível é submetido à experiência e percebido como uma unidade no nível do *quantum*. O aparentemente *contraditório* se mostra como *não-contraditório* e sim *complementar e necessário* para a sobrevivência de ambos.

Os três pilares da *metodologia transdisciplinar* – diferentes níveis de realidade, lógica do terceiro termo incluído, complexidade – estão mutuamente relacionados. Ela busca explicar a multiplicidade de interações difíceis de serem compreendidas segundo a Lógica Clássica, binária e maniqueísta, tipo “verdadeiro ou falso”, “isto ou aquilo”. Essa percepção só é possível quando são introduzidos distintos *níveis de realidade*.

José de Souza Martins expressou bem a questão, referindo-se a outro assunto, em poucas palavras. “Os progressistas deste país têm *certezas demais e dúvidas de menos*, mesmo em face da realidade adversa. Desconhecem o *engendramento recíproco e oposto dos fatores da história* (Valor – Eu & Fim-de-Semana, 10 de julho de 2020).

Por exemplo, na Filosofia, *transcender* é superar os limites do conhecimento e o *transcendental* está ligado à razão pura, precedente à experiência. Em Economia, são dedutíveis pela razão os fenômenos macroeconômicos ou sistêmicos como o multiplicador de renda e emprego. Eles transcendem a lógica individualista empresarial, guia das decisões microeconômicas motivadas pelo lucro.

A *transdisciplinaridade*, ao transgredir as fronteiras epistemológicas das diversas disciplinas, busca construir *um conhecimento "através" das ciências*. A verdade é o todo.

A Lógica do Terceiro Termo Incluído permite o cruzamento de diferentes perspectivas, onde um *sistema coerente e aberto* é construído. Permite *uma melhor compreensão não só de fenômenos científicos exatos, mas, também econômicos, políticos e sociais*.

Um sistema configurado pelas interconexões entre subsistemas, não é apenas composto apenas por *competição* e exige também *cooperação* por conta de sua divisão de trabalho. Daí, por exemplo, a luta de classes não implica em eliminação de uma delas, pois cada qual depende da cooperação de uma com a outra, para gerar renda (lucro e salário) e produto (mercadorias e emprego).

Os marxistas – e também os empresários – pensam sempre em uma *sociedade antagônica*. Afinal, pela Lógica Clássica binária, quando o salário está mais baixo, o lucro estaria mais alto. De acordo com essa “gangorra”, salário no nível microeconômico é sempre custo. A busca do próprio interesse é um autoengano no nível macroeconômico, pois a massa dos rendimentos, inclusive salariais, é demanda agregada. Levar a exploração ao máximo é um “tiro-no-pé” se for uma atitude empresarial coletiva!

A pandemia está sendo um *laboratório* para cientistas testarem a Ciência Econômica. Além de enfrentarmos a falsa disjunção entre *saúde pública* ou *saúde econômica*, experimentamos todos o quanto somos dependentes de cooperação entre uns e outros. O mundo socioeconômico e político contemporâneo sobreviverá só com democracia – e antifascismo.

Ele não se reduz à *competição sem limite*. O discurso de ódio, tipo “nós contra eles”, imagina esmagar uma classe antagônica por levar a exploração ao máximo grau possível. No entanto, o extermínio do outro significaria sua própria morte social.

Na “dialética senhor-escravo”, formulada por Hegel, cada qual deseja ser reconhecido. Mas se cada consciência individual quiser obter esse reconhecimento pessoal e profissional, haverá conflito entre as diversas consciências com risco de exclusão mútua. Entretanto, se essa luta terminasse com a supressão das consciências de todos aqueles incapazes de aceitar o reconhecimento de uma vitoriosa, a morte delas privaria essa vitória de sentido. O vencedor não teria ninguém para reconhecê-lo.

A imposição do vencedor deixa com vida o vencido em troca deste reconhecê-lo e de renunciar a ser reconhecido. Essa relação de dominação e de servidão é “a relação entre o senhor e o escravo”. O senhor, segundo Hegel, é o homem capaz de levar até o fim, arriscando sua vida, a luta pelo reconhecimento. O escravo é o

homem, por medo da morte, optante por recuar na luta. Ele renuncia a ser reconhecido.

O trabalho é servidão, dependência em relação ao senhor, mas essa dependência acarreta – como atividade prática, real – a transformação da natureza e a criação de algum produto. O subjetivo se torna objetivo no produto e, desse modo, cria um mundo próprio. É possível se reconhecer nos produtos criados de maneira não alienada. Transformando a natureza, o escravo reconhece a sua própria natureza.

Esse reconhecimento de si em seus produtos é consciência de si como ser humano. Enquanto o senhor, por não criar, por não transformar coisas, não transforma a si mesmo e não se eleva, portanto, como ser humano. O escravo se eleva como tal e adquire consciência de sua liberdade criativa no processo de trabalho. Mas apenas se liberta idealmente, isto é, a realização da liberdade só ocorre no plano do Espírito.

O Trabalho é a melhor e a pior das coisas: a melhor, se é livre e criativo; a pior, se é escravidão, isto é, sem ter *liberdade de expressão e criação*. O trabalho criativo é, em si mesmo, prazer e “terapia ocupacional”, independentemente das vantagens pecuniárias dele extraídas. Muitos consomem a maior parte do tempo no trabalho para sobreviver. Outros não conseguem ocupações, embora se disponham a trabalhar para obter renda em condições até degradantes ou sem direitos. Falta-lhes *igualdade de oportunidades*.

Esta é priorizada nas sociedades norte-americana e chinesa face à *igualdade de resultados*, prioritária na socialdemocracia europeia. Seja pelo protestantismo, seja pelo confucionismo, devido ao “amor ao conhecimento”, se todos têm *igualdade de oportunidade* em educação, a partir de então, o *incentivo ao enriquecimento* moverá os indivíduos por seus talentos profissionais, seja como trabalhadores criativos, seja como empreendedores, capazes de inovação e alavancagem financeira de seu negócio.

Um debate atual é se a tributação progressiva da renda e riqueza retira ou não esse incentivo. Em contrapartida, discute-se a necessidade de estender o auxílio social além desta pandemia, por conta de ela ter antecipado um problema imaginado mais adiante

pelo elevado desemprego tecnológico provocado pela 4ª Revolução Tecnológica.

*Home Office*, “urberização”, “pejotização”, entre outras precarizações do mundo do trabalho, não são um laboratório em construção do futuro econômico?

*É preciso proteger os humanos e não os empregos*, sugere corretamente Yuval Noah Harari no livro “21 Lições para o Século XXI”. A proposta de concessão de uma Renda Básica Universal (RBU) imagina os governos tributarem os bilionários e as corporações controladoras dos algoritmos e robôs. Usariam o dinheiro arrecadado para prover cada pessoa sem capacitação tecnológica para se ocupar com uma renda destinada a cobrir suas necessidades básicas. Não reflete sobre a possibilidade circunstancial, enquanto não há multiplicação da renda em ciclo de ascensão, de financiamento monetário do esperado déficit fiscal.

De imediato, surgem dois problemas para a RBU. Um diz respeito aos bilionários das “*big techs*” não morarem na periferia sem investimentos em Educação, Ciência e Tecnologia. Logo, suas taxas não beneficiariam os potenciais emigrantes clandestinos para o centro em busca de ocupação e sobrevivência.

Outro problema é a típica reação dos conservadores. Em *Terrae Brasilis*, foi logo expressa pelo ministro da Economia, ex-banqueiro de negócios, quando afirmou a prorrogação do auxílio emergencial seria arriscada porque “aí ninguém trabalha”. Para sua mentalidade de Casa Grande, só sob chicote ou penúria alguém da Senzala trabalha.

No laboratório chamado Brasil, era evidente, antes mesmo da pandemia, a condição de pobreza de ¼ da população. Em 2018, cerca de 52,5 milhões brasileiros eram pobres por terem rendimento abaixo de US\$ 5,50 PPC por dia (R\$ 420 mês) e cerca de 13,5 milhões estavam em estado de miséria extrema com rendimento abaixo de US\$ 1,90 PPC por dia (R\$ 145/mês).

Pobres e miseráveis sentem a ausência do mínimo necessário para sobreviver. Não querem trabalhar?!



A RBU protegerá os pobres face à perda de emprego e à exclusão econômica – e os ricos da ira populista neofascista ou totalitária. Dentro da Lógica Clássica, é isso ou voltar a crescer. O terceiro estará excluído sem avançarmos na transdisciplinaridade científica.

\*\*\*

Karl Marx (1818-1883) publicou a primeira edição de *O Capital* em 1867. Denominou a genealogia dos elementos básicos componentes do capitalismo como a acumulação primitiva de capital. Não se reduz à *expropriação do produtor direto*, pois inclui a *formação do capital-dinheiro*. O sistema capitalista se desenvolveu a partir de:

1. a concentração de grande massa de recursos – dinheiro, ouro, prata, terras, meios de produção – à disponibilidade de um pequeno número de proprietários;
2. a formação de um grande contingente de indivíduos *despossuídos de bens* e sem outra alternativa senão vender sua força de trabalho aos senhores de terra e donos de manufaturas.

Em 2013, Thomas Piketty (1971-...) publicou o livro *O Capital no século XXI*, onde evidencia ser inerente ao capitalismo contemporâneo a tendência à concentração de renda e riqueza, intensificando a desigualdade socioeconômica. Ele apoia medidas políticas para aumentar a tributação progressiva sobre as pessoas mais ricas.

Sem nenhuma pretensão de igualar a essas obras-primas, aqui, este livro junta duas ideias-chaves aparentemente antagônicas: *O Trabalho e O Rentismo Financeirizado*. Apresenta evidência empírica de os trabalhadores das castas de natureza ocupacional, classificados na estratificação de segmentos de clientes bancários como componentes do Varejo de Alta Renda, buscam a acumulação de capital financeiro durante a vida ativa para manter o padrão de vida de sua família como rentista ao longo de sua fase de vida inativa.

A população em idade ativa é o número de pessoas com capacidade para participar do processo de divisão social do trabalho,

em uma determinada sociedade. Com a massificação do Ensino Superior, nos países avançados após a II Guerra Mundial e no Brasil após a rebeldia de 1968, a capacidade dos trabalhadores intelectuais de acumularem riqueza financeira para si se distingue das aptidões e habilidades humanas submetidas à condição de compra e venda de força de trabalho manual sob a forma de mercadoria.

O chamado “capital humano” representa a capacidade pessoal de ganhos. As pessoas não nascem com o mesmo potencial de inteligência ou talento, mas diferenças herdadas são ampliadas ou compensadas com habilidades adquiridas, seja nas escolas, seja em treinamento no trabalho. A *acumulação de capital humano* envolve a formação de talentos produtivos e/ou a aquisição de novas habilidades pessoais.

Em *O Capital*, a compra e venda da força de trabalho é a base do *capitalismo industrial*, entretanto, o *capitalismo comercial* não é superado, mas sim permanece como subsistema integrante do sistema emergente, inclusive no mercado de trabalho. O *proletariado* como classe constitui-se daqueles possuidores só de *prole* e sem outro meio de subsistência a não ser a venda, como mercadoria, de suas aptidões e habilidades ao capitalista, considerado o proprietário dos meios de produção.

As aptidões e habilidades dos *trabalhadores intelectuais* são, necessariamente, cultivadas por longa educação especializada com pelo menos dezenove anos “cumprindo créditos” até o doutorado. Embutem custo de formação maior em tempo e dinheiro.

O custo da força de trabalho corresponde ao salário e consiste no custo da sua reprodução, incluindo habitação, alimentação, saúde, etc. do trabalhador e sua família. Este custo de reprodução evolui, historicamente, de acordo com padrões de vida relacionados à mobilidade social.

Porém, essa mercadoria – a força de trabalho – gera mais valor em comparação ao seu custo. Esse excedente é denominado de *mais-valia*, ou seja, trabalho não pago apropriado pelo capitalista sob a forma de *lucro*. Esta é a motivação, em última análise, para a contratação de trabalhadores manuais e intelectuais.

Essa maneira marxista de pensar o capitalismo com base no “nós contra eles” se tornou anacrônica com a *integração do capitalismo financeiro ao mercantil e industrial* após o século XIX da vivência de Marx. Hoje, os trabalhadores intelectuais acumulam capital financeiro a partir da renda obtida com seu trabalho através do controle orçamentário (pessoal e familiar) e planejamento de investimentos no mercado de produtos financeiros, além de aquisição de direitos de propriedade (ações) e imóveis para aluguel.

Quem trabalha em empresa, por exemplo, soma à renda regular anual a PLR (Participação no Lucro e Resultados) e/ou os bônus em ações no fim-de-ano, apropriadas pelos *trabalhadores mais ricos*. Depois da aquisição (financiada ou à vista) de moradia e veículo, a meta principal se torna a acumulação de capital financeiro e imobiliário. Ocorre por prudência, ambição de liberdade de decisões ou mesmo ganância de *status* social. Os padrões de vida variam do frugal dos cultos à esbórnia dos incultos.

A *frugalidade* é qualidade de uma pessoa educada para se comportar comedidamente. Em sua vida, há simplicidade ou uma maneira sóbria de se portar. Geralmente, é pré-requisito para enriquecimento.

*Perdulário* é o indivíduo cuja característica é gastar demasiadamente. *Esbórnia* é viver como estivesse permanentemente em uma festa ou comemoração. O termo vem do italiano “*sbornia*”, tendo o significado de elevado consumo de bebidas alcóolicas e drogas, comportamentos descomedidos e incessante busca do prazer.

A acumulação de capital pelas poupanças e investimentos planejados com renda recebida se distingue do mero gasto da herança recebida sem nenhum esforço laboral. Esta é a “sorte do berço”.

Devemos separar os herdeiros dos ricos tipo *self-made men*. São diferentes uns dos outros na maneira como enriqueceram. Geralmente eles se dividem em duas classes:

1. os pioneiros (ou inovadores) e
2. os herdeiros.

Os dez maiores bilionários dos Estados Unidos são, em sua maioria, *pioneiros*. Vários deles fundaram suas próprias empresas de tecnologia.

Esses bilionários fundadores acumularam suas fortunas a partir da ascensão dos valores de suas companhias no mercado de ações. Este é o triunfo das "*Big Tech*" e do "dinheiro novo" usado pelas castas de natureza ocupacional para compartilhar de seus dividendos e dos ganhos de capital.

Por tradição, muitos dos maiores bilionários da Europa usufruem do "dinheiro velho". Sua idade média está 20 anos acima da de seus equivalentes americanos. Predominam os da classe dos herdeiros. Eles ganharam na loteria da vida por terem nascido em famílias proprietárias de impérios industriais, imobiliários e varejistas. São vários herdeiros de dinastias, magnatas do setor imobiliário e oligarcas estrangeiros.

Esse *padrão de criação de riqueza* é mostrado, de maneira simplória e preconceituosa, como o estereótipo da dinâmica do capitalismo – antes industrial e agora tecnológico – americano comparada à falta de dinamismo do capitalismo rentista da Europa. Daí os neoliberais propõem lá o abandono da prioridade dada à proteção social. Uma maior competição provocaria uma inovação mais intensa.

Haveria mais dinamismo entres as classes bilionárias de outras partes do mundo, mas notadamente no capitalismo de Estado ou socialismo de mercado da China. Lá, as fortunas acumuladas na área de bens de consumo, relacionados à revolução tecnológica provocada pela internet, teriam sido construídas pela integração com as "*Big Tech*" da Costa Oeste dos Estados Unidos, configurando a *Chimérica*.

Uma hipótese é o rentismo extremo passar a predominar em alguns setores da economia dos Estados Unidos ao encararem as finanças corporativas de maneira conservadora. Nesse sentido, os norte-americanos se tornariam mais parecidos com europeus rentistas.

O dinamismo de uma economia não resulta apenas da rapidez de os empreendedores construírem grandes fortunas com inovação e crédito *a la* empresariado schumpeteriano. Quando eles passam a

privilegiar a proteção da fortuna acumulada em ativos existentes, paradoxalmente, correm o risco de perde-la.

Como já dito, a pandemia atual oferece, de maneira inédita, um laboratório para testar na prática do mundo real em mutação se algumas ideias da Ciência Econômica são falsas ou verdadeiras. A análise do *rentismo* costuma se revestir de preconceitos quanto ao modo de vida de quem – como os trabalhadores aposentados – vive exclusivamente de rendas, de rendimentos de investimentos financeiros em juros, de uma quantia proveniente de alugueis, dividendos, recebimentos de direitos de propriedade, inclusive autoral, etc. Sua crítica apriorística segue uma longa tradição cultural conservadora, seja do catolicismo medieval, seja das finanças islâmicas.

A hostilidade contra os banqueiros demoniza uma possibilidade fundamental para o entendimento da mobilidade social dentro do sistema capitalista contemporâneo. Este emerge de interações entre os subsistemas de capitalismo comercial, industrial, tecnológico e financeiro, dimensões onde necessariamente se busca oportunidades profissionais de acordo com a natureza das ocupações.

Trabalhadores ganham dinheiro no mercado de trabalho e preservam seu valor aquisitivo em termos reais no mercado financeiro, quando deixa os juros compostos fazer sua capitalização contínua, e tem aversão ao risco da renda variável, onde pode perder o duramente conquistado. Tratar essa busca de capital acumulado como fosse uma ideologia malévola obscurece a realidade: *o que é*. Em nome do moralismo divulgador de *o que deveria ser*, não se atenta para o fato de praticamente toda a população adulta economicamente ativa fazer parte do sistema bancário, ou seja, ser "*bancarizada*" de maneira voluntária.

Os benefícios de pagamentos eletrônicos e aplicações financeiras devem superar largamente os custos de endividamento excessivo. Ambos necessitam ser conhecidos com a Educação Financeira de todos os trabalhadores.

Neste livro, tentarei comprovar ou falsear hipóteses sobre acumulação de capital financeiro quando aplicadas à realidade brasileira. Destacarei as funções básicas necessárias a ser cumpridas pelo sistema bancário: conceder financiamentos, viabilizar um

sistema de pagamentos e oferecer oportunidades de investimentos financeiros seguros, líquidos e rentáveis. São complementares.

Para tanto, está organizado com a seguinte estrutura de apresentação na forma de *narrativa econômica* – uma boa maneira de “contar uma história” sobre o sistema capitalista configurado a partir das interações de seus subsistemas de pagamento, financiamento e gestão de riqueza financeira:

- no capítulo 1 (*era uma vez...*), exporei os usuais meios de pagamentos no *capitalismo comercial* e as possíveis consequências das mudanças vindouras no sistema de pagamentos eletrônicos instantâneos;
- no capítulo 2 (*todos os dias...*), narrarei como o sistema de financiamento bancário propicia alavancagem financeira do *capitalismo industrial* (e depois exige uma penosa fase de desalavancagem) através da análise da história bancária recente e da evolução do crédito ampliado;
- no capítulo 3 (*até que em um dia...*), analisarei o *capitalismo financeiro* com dados recém-publicados sobre as dimensões e os efeitos do *crash* na riqueza financeira no início do período de isolamento social provocado pela pandemia do coronavírus;
- no capítulo 4 (*por causa disso...*), tratarei da política econômica contra grande depressão deflacionária, em especial, do debate sobre o *financiamento monetário do déficit fiscal*, provocado pelos auxílios emergenciais, seja à população carente, seja ao mercado de títulos privados;
- no capítulo 5 (conclusão), apresentarei duas estratégias, em debate público, para retomada do crescimento da renda e do emprego na economia brasileira, uma neoliberal sob a *ótica smithiana*, outra desenvolvimentista sob a *ótica keynesiana*.



## Capítulo 1 - Sistema de Pagamentos no Capitalismo Comercial

### Introdução

A Série Cidadania Financeira: Estudos Sobre Educação, Proteção e Inclusão do Banco Central do Brasil publicou a Nota n. 6, *Endividamento de Risco no Brasil* (Brasília: BCB, junho de 2020. 35 p.). A publicação está disponível em versão *online* na página do BCB no endereço: <https://www.bcb.gov.br/cidadaniafinanceira>

Esta publicação busca ampliar o conhecimento sobre *Cidadania Financeira*, conceito referente ao exercício de direitos e deveres possíveis de permitir ao cidadão gerenciar bem seus recursos financeiros. Tem como pilares a inclusão financeira, a educação financeira, a proteção do consumidor de serviços financeiros e a participação do cidadão no diálogo sobre o sistema financeiro.

O objetivo deste Relatório consiste em fornecer indicadores de endividamento capazes de identificar *o tomador de crédito pessoa física como um endividado de risco*. Nele é apresentado um perfil dessa população quanto a idade, sexo, renda e localização geográfica, a fim de prover subsídios para a elaboração de políticas públicas focadas na prevenção e no tratamento do endividamento desses tomadores.

Os dados utilizados nessa mensuração iniciam-se em junho de 2016, seguindo até dezembro de 2019. Os dados foram extraídos do Sistema de Informações de Crédito (SCR), gerido pelo Banco Central do Brasil (BCB). Ele abrange cerca de 85 milhões de tomadores de crédito pessoa física no último mês sob análise.

As análises obtidas de tal volume de dados apresentam como principal vantagem a possibilidade de dispensar a necessidade de extração amostral, porque suas conclusões podem ser aplicadas ao total da população com crédito no sistema financeiro nacional (SFN). Desse modo, distingue-se da Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor (PEIC), realizada pela Confederação Nacional do Comércio (CNC).

A PEIC orienta os empresários do comércio de bens, serviços e turismo. Eles utilizam o crédito como ferramenta estratégica e a

pesquisa amostral permite o acompanhamento do perfil de endividamento do consumidor, com informações sobre o nível de comprometimento da renda do consumidor com dívidas, contas e dívidas em atraso, e sua percepção em relação à capacidade de pagamento.

	dez/19	jan/20	fev/20	mar/20
<b>Nível de Endividamento (% do total de famílias)</b>	<b>Total - %</b>	<b>Total - %</b>	<b>Total - %</b>	<b>Total - %</b>
Muito endividado	14,5%	14,5%	15,0%	15,5%
Mais ou Menos endividado	23,3%	23,2%	23,0%	23,3%
Pouco Endividado	27,8%	27,6%	27,1%	27,4%
Não tem dívidas desse tipo	34,2%	34,6%	34,8%	33,6%
Não sabe	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%
Não respondeu	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Famílias Endividadas (% do total de famílias)</b>	<b>65,6%</b>	<b>65,3%</b>	<b>65,1%</b>	<b>66,2%</b>
<b>Tipo de dívida (% do total de famílias)</b>	<b>Total - %</b>	<b>Total - %</b>	<b>Total - %</b>	<b>Total - %</b>
Cartão de crédito	79,8%	79,8%	78,6%	78,4%
Cheque especial	6,7%	6,5%	6,7%	6,4%
Cheque pré-datado	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%
Crédito consignado	5,5%	5,5%	6,2%	6,3%
Crédito pessoal	7,8%	7,4%	8,2%	8,5%
Carnês	15,6%	15,9%	15,9%	16,2%
Financiamento de carro	9,9%	10,9%	10,7%	10,3%
Financiamento de casa	8,9%	9,3%	9,5%	9,0%
Outras dívidas	2,3%	2,2%	2,4%	2,5%
Não sabe	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Não respondeu	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>PEIC (em número absolutos)</b>	<b>Número Absoluto</b>	<b>Número Absoluto</b>	<b>Número Absoluto</b>	<b>Número Absoluto</b>
Famílias endividadas	10.614.072	10.593.873	10.564.190	10.737.724
Famílias com conta em Atraso	3.921.906	3.835.128	3.876.373	4.034.633
<b>Famílias que não terão condições de pagar as dívidas em atraso</b>	<b>1.691.253</b>	<b>1.620.061</b>	<b>1.639.996</b>	<b>1.729.690</b>

Fonte: PEIC-CNC (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

A PEIC-CNC, como se pode observar na tabela acima, apresenta uma séria distorção no cálculo das famílias endividadas e também na estimativa do tipo de dívida. Se 2/3 das famílias estavam endividadas em abril de 2020, aliás, somente se elevando em 1 ponto percentual em relação ao mês anterior à pandemia e ao confinamento social, e em número absoluto eram 10,738 milhões de famílias, por essa pesquisa o total delas é estimado em 16,269 milhões. Este número não é amostral, no entanto, é muito inferior ao número de domicílios pesquisados pelo IBGE no Brasil: 71 milhões famílias em uma população de 211,750 milhões pessoas.

O percentual de famílias na amostra da PEIC-CNC com dívidas alcançou 66,2% em março de 2020. Chama a atenção – e aqui será objeto de discussão – o tipo de dívida em ordem decrescente: cartão de crédito 78,4%, carnê de loja 16,2%, prestação de carro 10,3%, financiamento de casa 9%, empréstimo pessoal 8,5%, cheque especial 6,4%, cheque pré-datado 1%. Por uma família poder ter mais de um tipo de dívida, a soma desses percentuais alcança 138,6%.

Segundo a PEIC-CNC, para as famílias com *renda até dez salários mínimos*, o percentual de famílias endividadas cresceu de 66,0% em fevereiro para 67,1% em março de 2020, ante 63,5% observados em março de 2019. Para as famílias com *renda acima de dez salários mínimos*, o percentual de famílias endividadas entre fevereiro e março passou de 61,1% para 62,2%. Em março de 2019, a proporção de famílias com dívidas nesse grupo de renda era de 58,3%.

A pergunta-chave a ser respondida nesse capítulo é: o sistema de pagamentos de varejo no Brasil, país com renda per capita média em termos mundiais e acentuada concentração de renda e riqueza, leva ao endividamento das famílias? Esse comportamento é induzido pelo capitalismo comercial e/ou pelo capitalismo financeiro? Cabe distinguir esses dois subsistemas interativos?

Para sua resposta, inicialmente, resumirei o diagnóstico do Banco Central do Brasil sobre o endividamento de risco para Pessoa Física. Depois, examinarei a evolução recente dos meios de pagamentos no País através dos Haveres Financeiros, subdividindo-os em Haveres Monetários e Não Monetários. Em seguida, analisarei se o sistema de pagamentos no varejo induz as compras a prazo com cartões de crédito e as consequências (positivas ou negativas) desse endividamento. Concluirei com a apresentação das inovações financeiras em vista, seja as decorrentes de imposição da Autoridade Monetária, seja as criadas por iniciativas particulares de próceres do capitalismo comercial e empreendedores digitais do capitalismo financeiro. Elas serão benéficas para a cidadania financeira?

## Endividamento de Risco no Brasil

Segundo os critérios empregados na citada Nota do BCB, *Endividamento de Risco no Brasil*, 5,4% dessa população, ou 4,6 milhões de tomadores, encontram-se em situação de *endividamento de risco*. A população de renda média – entre R\$ 2 mil e R\$ 10 mil – e com idade acima de 54 anos mostra-se a mais vulnerável a essa condição.

O inédito trabalho, resumido aqui por sua importância, mensura o endividamento da população brasileira no Sistema Financeiro Nacional (SFN), entre 2016 e 2019, em relação a quatro indicadores:

1. inadimplemento de parcelas de crédito, isto é, atrasos superiores a 90 dias no cumprimento das obrigações creditícias;
2. comprometimento da renda mensal com o pagamento do serviço das dívidas acima de 50%;
3. exposição simultânea às seguintes modalidades de crédito: cheque especial, crédito pessoal sem consignação e crédito rotativo (multimodalidades);
4. renda disponível (após o pagamento do serviço das dívidas) mensal abaixo da linha de pobreza.

A ocorrência simultânea de dois ou mais desses indicadores caracteriza o chamado neste estudo de *endividamento de risco*. Surge quando o cidadão tem um volume de dívida acima de sua capacidade de pagamento. Sua persistência e baixa qualidade do crédito prejudicam o gerenciamento de seus recursos financeiros e, em última instância, sua qualidade de vida.

Como já dito, foram utilizados nesse estudo dados provenientes do SCR, abrangendo cerca de 85 milhões de clientes em dezembro de 2019. O SCR é um instrumento gerido pelo Banco Central para registro de informações sobre operações de crédito a pessoas físicas e jurídicas concedidas por instituições financeiras do país.

A partir do SCR é possível obter o valor das dívidas da pessoa física, seu nível de renda desde o ingresso no SFN, o volume e a duração do crédito inadimplente, a persistência na situação de endividamento, entre outras variáveis relevantes para a realização das mensurações conduzidas neste estudo. Saiba mais sobre o SCR em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/scr>.

Além dos óbvios efeitos negativos sobre a qualidade de vida dos indivíduos e de suas famílias, diversos organismos internacionais têm reconhecido o *endividamento excessivo do cidadão como um risco para os sistemas financeiros dos países*. A OCDE, por exemplo, emitiu recomendações para mitigá-lo.

No Brasil, diante do patamar elevado da taxa de desocupação, aliado ao aumento da proporção de crédito em relação ao PIB e à baixa resiliência financeira do cidadão para o enfrentamento de choques imprevistos, o tema de endividamento de risco emerge como tópico de interesse da Autoridade Monetária.

A relação crédito/PIB no Brasil aumentou de 24% para 54% entre 2004 e 2015, tendo recuado para 47% em 2019. De acordo com a *Carta de Conjuntura 33: Crédito* (IPEA, 2016), tal proporção é próxima da média na América Latina (50%), e inferior às médias mundial (130%) e dos países-membros da OCDE (147%).

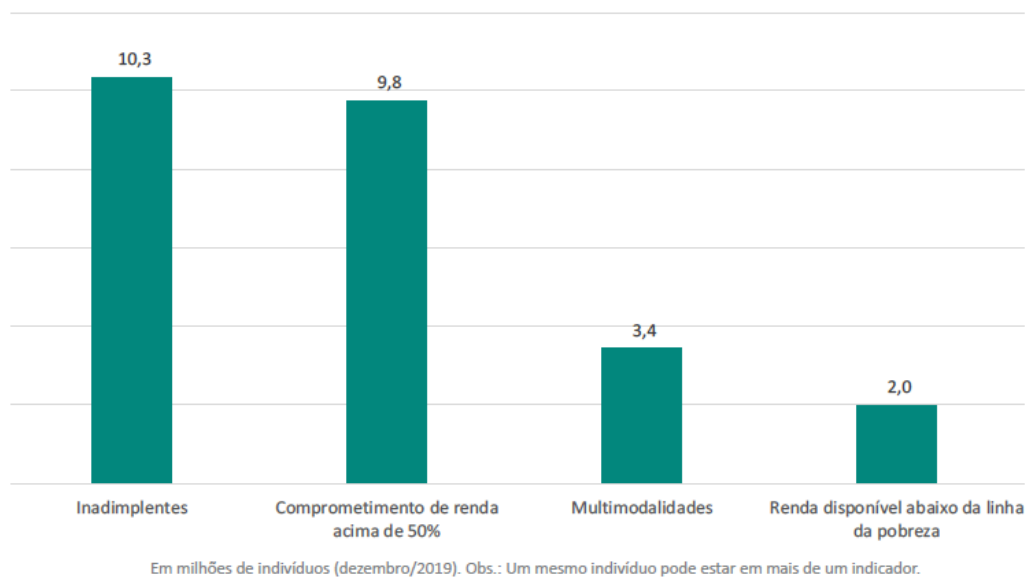
Quanto ao comprometimento da renda mensal com o pagamento do serviço das dívidas, como critério para estabelecer o endividamento de risco, a métrica considera o saldo dos créditos a vencer até 30 dias do mês em vigor, *excluindo o financiamento rural e o cartão de crédito à vista*. A informação de renda é oriunda das instituições financeiras.

Foram consideradas nessa métrica as modalidades de crédito sem garantia e sem finalidade específica.

Quanto à *linha de pobreza*, o valor equivale a US\$ 5,50/dia, linha-padrão para *países de renda média-alta* como o Brasil. O limite de pobreza de R\$ 406,00 mensais foi definido a partir da Paridade de Poder de Compra da Moeda pelo IBGE, no fim de 2017, e atualizado trimestralmente de acordo com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Em dezembro de 2019, a *linha da pobreza* estabelecida foi de R\$ 439,03 mensais.

No fim de 2019, o *indicador de inadimplência* concentrava o maior número de tomadores, com 10,3 milhões, ou 12,1% da população com crédito ativo no SFN, seguido do indicador de comprometimento de renda acima de 50%, com 9,8 milhões, equivalente a 11,4% da mesma população (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Tomadores por indicador de endividamento de risco (em milhões)



O indicador de multimodalidade se refere a 3,4 milhões de clientes com crédito ativo, simultaneamente, nas modalidades de cheque especial, crédito pessoal e crédito rotativo. Por fim, 2 milhões de clientes ficaram com a renda abaixo da linha de pobreza após o pagamento do serviço de suas dívidas, tendo-se em conta a renda declarada pelo cliente e informada pelas instituições financeiras no SCR, sendo este o grupo menos populoso entre os indicadores.

De maneira geral, os indicadores apresentaram trajetória decrescente ao longo do período analisado pelo BCB. Nesse quesito, merece destaque o indicador de *renda disponível abaixo da linha da pobreza*, cuja participação na população recua de 3,2% em junho de 2016 para 2,3% em dezembro de 2019, uma queda de quase 30% no percentual.

Considerando todo o ano de 2019, 7,2 milhões de pessoas permaneceram ao menos seis meses com comprometimento acima de 50% e 6,5 milhões mantiveram-se inadimplentes, enquanto 600 mil tomadores persistiram ao menos seis meses com comprometimento de renda abaixo do limite da pobreza.

No ano de 2019, o contingente de ocupados alcançou 93,4 milhões. Frente a 2014, quando a população ocupada foi estimada em 91,6 milhões, o crescimento na ocupação alcançou 1,8 milhão pessoas (1,9%). O relativo de pessoas endividadas não é tão gritante como informa todos os meses a PEIC-CNC na imprensa.

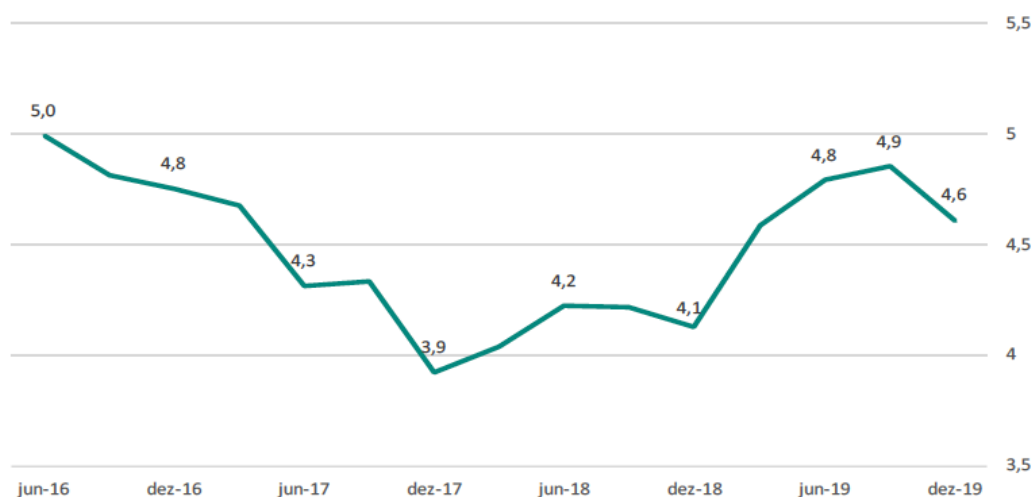


A PNADC-IBGE mostrou em cinco anos, de 2014 para 2019, com o fim da Era Social-Desenvolvimentista, o contingente de desocupados passou de 6,7 para 12,6 milhões, ou seja, aumentou em 5,9 milhões ou quase dobrou (87,7%). Ressalta-se 2014 ter sido o ano quando o mercado de trabalho brasileiro registrou os menores níveis de desocupação desde o início da série dessa pesquisa.

Em dezembro de 2019, havia, ao todo, 4,6 milhões de tomadores com *endividamento de risco*. Eles atendiam a mais de um dos indicadores elencados, dentro de um universo de 85,3 milhões de tomadores incluídos no SCR.

Assim, tinha-se cerca de 5,4% da população brasileira com operações de crédito em aberto nessa situação. Ao acompanhar a trajetória do endividamento de risco a partir de junho de 2016, observa-se uma redução de aproximadamente um milhão de tomadores nessa situação até dezembro de 2017. A partir de então, a quantidade volta a subir, aproximando-se dos mesmos patamares do início da série, quando foram contabilizados 5 milhões de tomadores no indicador (Gráfico 4).

Gráfico 4 – Número de clientes endividados de risco (em milhões)



O *endividamento de risco* pode abranger tomadores dentro de dois a quatro indicadores em conjunto. A baixa sobreposição observada entre esses grupos reforça a pertinência de se definir o endividamento de risco usando uma combinação de indicadores.

Do total de 4,6 milhões de endividados de risco, 4 milhões atendem exclusivamente a dois dos indicadores de risco. Dentro

desse grupo, destacam-se os tomadores com comprometimento de renda acima de 50%. Eles, após o pagamento do serviço de suas dívidas, entram na chamada *zona de pobreza*. Há cerca de 1,4 milhão de pessoas nessa situação, sendo esse o subgrupo mais expressivo dos endividados de risco. Com participação menor estão os tomadores dentro de 3 e 4 indicadores. Eles atingem, respectivamente, 588 mil e 39 mil pessoas (Tabela 1).

Tabela 1 – Quantidade de tomadores por conjunto de indicadores atendidos

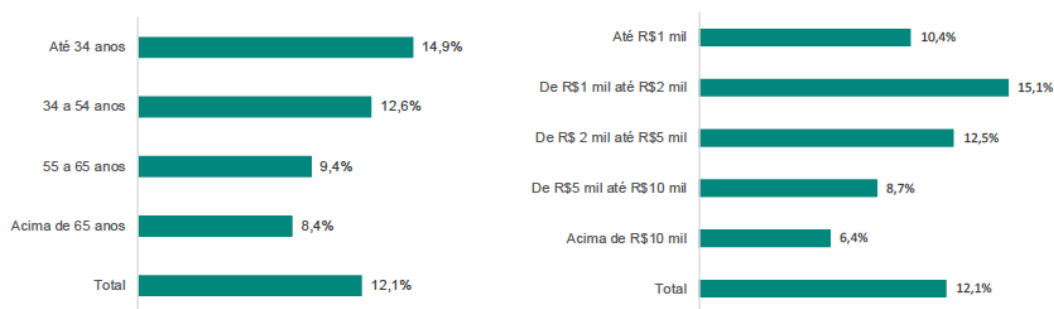
Indicadores em conjunto	Clientes (milhares)	dez/19
		% tomadores
<b>2 indicadores</b>	3.984,5	4,67%
Renda disponível abaixo do limite da pobreza e compr. de renda > 50%	1.391,4	1,63%
Comprometimento de renda > 50% e multimodalidade (3)	1.074,5	1,26%
Inadimplência e comprometimento de renda > 50%	808,6	0,95%
Multimodalidade (3) e inadimplência	689,7	0,81%
Renda disponível abaixo do limite da pobreza e inadimplência	19,4	0,02%
Multimodalidade (3) e renda disponível abaixo do limite da pobreza	0,9	0,00%
<b>3 indicadores</b>	588,2	0,69%
Comprometimento de renda > 50%, multimodalidade (3) e inadimplência	294,4	0,35%
Compr. de renda > 50%, inadimplência e renda disponível abaixo do limite da pobreza	161,2	0,19%
Multimodalidade (3), renda disponível abaixo do limite da pobreza e compr. de renda > 50%	132,2	0,16%
Multimodalidade (3), renda disponível abaixo do limite da pobreza e inadimplência	0,4	0,00%
<b>4 indicadores</b>	39,1	0,05%
Multimodalidade (3), inadimplência, abaixo do limite da pobreza e compr. de renda > 50%	39,1	0,05%

% em relação ao total dos tomadores de crédito no SFN

Os *clientes inadimplentes* representam 12,1% dos tomadores de crédito do SFN, totalizando 10,3 milhões de pessoas em dezembro de 2019. A inadimplência atingiu quase 15% da população de tomadores em junho de 2016, tendo diminuído desde então. Todas as subpopulações analisadas também apresentaram redução no período, indicando a desalavancagem financeira em Pessoa Física, com exceção do grupo acima de 65 anos. Este permaneceu estável.

A proporção de *inadimplentes* é maior na população masculina e diminui com a idade, atingindo cerca de 9% da subpopulação com mais de 55 anos. A partir de R\$ 1 mil, a inadimplência também decresce com o aumento da renda, reduzindo de 15,1% para 6,4% nos clientes com renda acima de R\$ 10 mil (Gráfico 6).

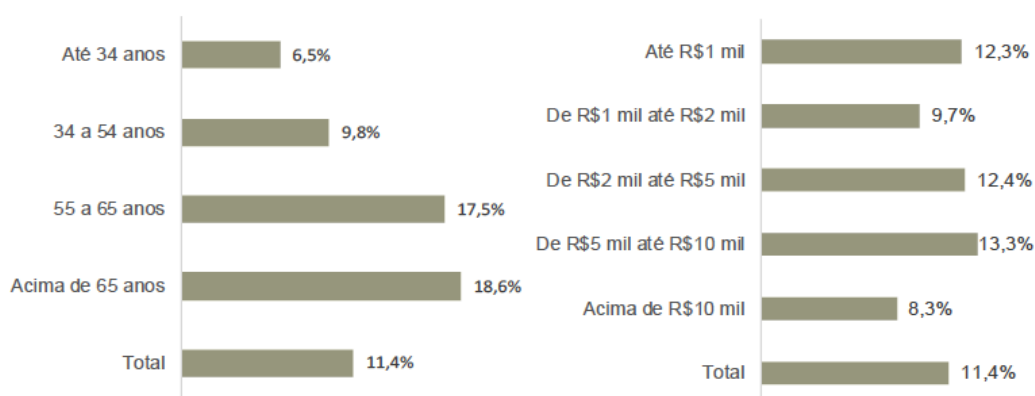
Gráfico 6 – Tomadores inadimplentes por faixa de idade e renda



% em relação ao total da população com crédito ativo no SFN (dezembro/2019)

Há 11,4% de tomadores de crédito com comprometimento de renda acima de 50%, com maior presença das subpopulações na faixa de renda entre R\$ 2 mil e R\$ 10 mil mensais (12,6%, em média) e acima de 65 anos (18,6%). Esse dado de 12,6% de tomadores com comprometimento de renda acima de 50% é calculado com a média ponderada dos clientes das faixas entre R\$ 2 mil e R\$ 5 mil (12,4%) e entre R\$ 5 mil e R\$ 10 mil (13,3%). Há menor participação do comprometimento de renda nas subpopulações de maior renda e de menor idade (analisadas separadamente): no grupo de renda acima de R\$ 10 mil, a participação é reduzida para 8,3% e, no de até 34 anos, para 6,5% (Gráfico 9).

Gráfico 9 – Tomadores com comprometimento de renda acima de 50%, por faixa de idade e de renda (% da população ativa no SFN)



% em relação ao total da população com crédito ativo no SFN (dezembro/2019)

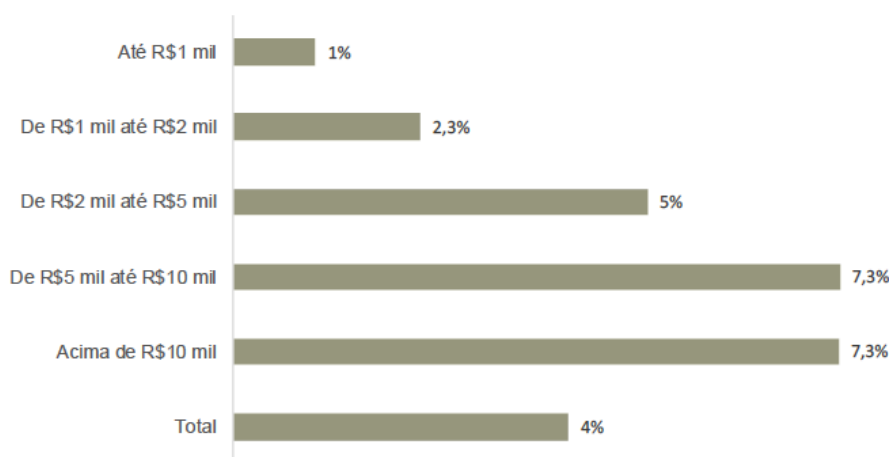
Um tipo particular de comprometimento de renda refere-se ao grupo cuja renda mensal, descontados os custos com o serviço das dívidas (renda disponível), fica *abaixo da linha de pobreza*, por volta de R\$ 440,00 ao fim de 2019. Observa-se uma queda no percentual de indivíduos nessa condição ao longo do tempo, de 3,2% da população em junho de 2016 para 2,1% em dezembro de 2019. A maior parte desses tomadores concentra-se nas faixas de renda bruta mais baixas – até R\$ 2 mil –, correspondendo a um contingente de 1,5 milhão de pessoas, ou 75% dessa subpopulação.

Há ainda a população com renda nominal declarada acima de R\$ 1 mil, mas, em razão do alto custo do serviço de suas dívidas, tem a renda disponível reduzida a ponto de entrar na *zona de pobreza*. Há cerca de 1,2 milhão de pessoas nessa situação.

Os tomadores com exposição a três modalidades de crédito simultaneamente (cheque especial, crédito pessoal e crédito rotativo) representam cerca de 4% dos tomadores de crédito do SFN. Desse total, 66% se concentram na faixa de idade até 54 anos, e 46% têm renda entre R\$ 2 mil e R\$ 5 mil.

O percentual de tomadores com crédito em três modalidades aumenta com o nível de renda. Destaca-se a elevada ocorrência da multimodalidade nas faixas de alta renda – acima de R\$ 5 mil, cuja incidência chega a atingir 7,3% dessa subpopulação – contra 1,8% das camadas mais baixas de renda – abaixo de R\$ 2 mil mensais (Gráfico 13).

Gráfico 13 – Multimodalidade de crédito por nível de renda de tomadores



% em relação ao total da população com crédito ativo no SFN (dezembro/2019)

Quanto à renda mensal, a faixa de tomadores com renda entre R\$ 5 mil e R\$ 10 mil apresenta o maior percentual de endividados de risco: 6,5%. Em números absolutos, cerca de 54% dos tomadores encontram-se nas faixas intermediárias de renda, de R\$ 2 mil a R\$ 10 mil. As menores proporções de endividamento de risco encontradas nas caudas de maior e menor renda. Indica a *propensão ao endividamento de risco* pode ser um fenômeno de renda média. O endividamento de risco no público feminino (5,6%) é levemente superior ao do público masculino (5,2%).

O endividamento de risco é um fenômeno complexo, emergente de múltiplos componentes. Logo, não pode prescindir de uma *abordagem multifocal* para sua correta mensuração. A investigação segmentada observa diferentes grupos da população

estarem expostos a diferentes fatores de risco, facilitando a atuação direcionada para segmentos mais vulneráveis, levando em conta a necessidade de priorização de recursos.

O estudo do BCB aqui resumido empregou uma metodologia para a identificação do “endividado de risco” utilizando dados objetivos e oficiais. No banco de dados do SCR, a população com carteira de crédito ativa atingiu 85 milhões de tomadores em dezembro de 2019. De acordo com os cálculos apresentados, 5,4% dessa população, ou 4,6 milhões de tomadores, encontram-se em situação de endividamento de risco.

*A população de renda média* – entre R\$ 2 mil e R\$ 10 mil – e com idade acima de 54 anos mostra-se financeiramente mais vulnerável. Tal recorte se justifica pelo maior nível de relacionamento bancário dessa população, com acesso a uma maior gama de produtos financeiros e a maiores limites de crédito.

A inclusão tanto de aspectos subjetivos, como o peso das dívidas, quanto de aspectos objetivos, como dívidas fora do SFN, bem como a visualização do grupo familiar poderia propiciar a análise do *superendividamento*, cujo conceito proposto neste trabalho do BCB é “o resultado de um processo no qual indivíduos e famílias se encontram em dificuldade de pagar suas dívidas a ponto de afetar de maneira relevante e duradoura seu padrão de vida”, em complemento à mensuração do endividamento de risco.

A percepção subjetiva do *superendividamento* não é apenas influenciada pelo *nível de realidade objetiva*, observado pelos níveis correntes de renda, serviço da dívida ou nível de subsistência. Também podem contribuir para essa percepção as expectativas sobre o ambiente socioeconômico futuro, tanto em *nível de realidade pessoal*, quanto em *nível de realidade consensual*, sobre a estabilidade do emprego ou sobre projetos de vida. Esses fatores tendem a ser fortemente influenciados pela conjuntura de disfunção econômica observada após a propagação da pandemia.

A elaboração de políticas públicas voltadas especificamente para o atendimento do endividado de risco requer uma abordagem tanto *preventiva* quanto de *tratamento*. Do lado da prevenção, os autores do relatório do BCB indicam iniciativas de melhoria da Educação Financeira, alertando sobre *os perigos potenciais da*

tomada de decisão mal informada e sobre a necessidade de entendimento dos orçamentos pessoal e familiar e de comparação entre produtos e serviços financeiros antes da contratação.

Esse grupo também se beneficiaria da oferta de serviços financeiros mais condizentes com suas necessidades, cuja responsabilidade cabe às próprias instituições financeiras, evitando dessa maneira a contratação de crédito em modalidades inapropriadas. No próximo tópico, discuto o ponto face às inovações financeiras.

Do lado do tratamento, seriam necessárias políticas focadas na renegociação das dívidas com o auxílio das instituições financeiras e da rede de proteção ao consumidor. Para os casos mais problemáticos, cabe a orientação à resolução extrajudicial de conflitos.

Tabela 1A – Tomadores de crédito por indicador de risco

Data	Multimodalidades		Inadimplentes		Comprometimento de renda acima de 50%		Renda disponível abaixo da linha da pobreza	
	milhares	%	milhares	%	milhares	%	milhares	%
jun-16	3.586	5,0%	10.586	14,7%	9.967	13,8%	2.293	3,2%
set-16	3.434	4,8%	10.427	14,6%	9.789	13,7%	2.158	3,0%
dez-16	2.978	4,2%	9.745	13,6%	10.093	14,1%	2.290	3,2%
mar-17	3.060	4,3%	9.258	13,1%	10.215	14,4%	2.271	3,2%
jun-17	2.852	4,0%	9.158	12,9%	9.564	13,5%	2.093	3,0%
set-17	2.833	4,0%	9.005	12,7%	9.698	13,7%	2.078	2,9%
dez-17	2.583	3,6%	8.777	12,3%	8.645	12,1%	1.859	2,6%
mar-18	2.832	3,9%	8.545	11,9%	9.183	12,8%	1.965	2,7%
jun-18	2.989	4,1%	8.765	12,0%	9.555	13,1%	2.010	2,8%
set-18	2.971	4,0%	8.834	12,0%	9.549	13,0%	1.999	2,7%
dez-18	2.814	3,7%	8.937	11,8%	9.381	12,4%	1.927	2,5%
mar-19	3.344	4,4%	8.902	11,6%	10.254	13,4%	2.105	2,8%
jun-19	3.730	4,5%	9.607	11,5%	10.357	12,4%	2.093	2,5%
set-19	3.756	4,4%	10.305	12,2%	10.297	12,2%	2.048	2,4%
dez-19	3.448	4,0%	10.334	12,1%	9.760	11,4%	1.996	2,3%

Obs.: Proporção em relação ao número de clientes com exposição a crédito naquele período.

## Evolução Recente dos Meios de Pagamentos

A pandemia da covid-19 fez 9,7 milhões de trabalhadores ficarem sem remuneração em maio de 2020. O grupo equivale a 11,7% da população então ocupada no país (84,4 milhões). É mais da metade (51,3%) dos afastados de suas atividades, devido ao isolamento social. Os dados são da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad) Covid-19, divulgada pelo IBGE. Trata-se de versão experimental da Pnad Contínua, colhendo informações semanalmente para medir os impactos da crise.



São pessoas consideradas na força de trabalho, mas com salários suspensos. Justamente por isso, a taxa de desemprego no naquele mês ficou estável em 12,9% – dos 94,5 milhões de brasileiros na força de trabalho, 10,1 milhões buscaram emprego sem êxito.

Durante a crise, é provável o desemprego não subir, porque os demitidos não devem migrar para o contingente desocupado em busca de emprego, mas para fora da força de trabalho por não procurarem vagas, embora gostariam de fazê-lo. Esse o grupo deve ser inflado na crise. A pessoa não pode sair de casa em busca de emprego e os estabelecimentos estão fechados.

Ainda assim, o *nível de ocupação no mercado de trabalho* em maio de 2020 foi de 49,7%. A pandemia fez a população ocupada ficar em menos da metade da população em idade de trabalhar, composta por 169 milhões de pessoas pela primeira vez na história.

Entre os 84,4 milhões de ocupados, 18,9 milhões (22,39%) estavam temporariamente afastados do trabalho. Destes, 15,7 milhões, ou 82,9% graças à covid-19 e, o restante, por motivo de férias ou licença.

A *massa salarial* efetivamente recebida pelos trabalhadores brasileiros em maio de 2020 foi de R\$ 157,9 bilhões, ante os R\$ 192,9 bilhões movimentados normalmente. O rendimento médio recebido por empregado foi de R\$ 1.898,86, quando em situação normal teria sido R\$ 2.320,25.

Dos 65,4 milhões de pessoas em atividades, 8,7 milhões, ou 13,3%, passaram a trabalhar de casa. Compõem as castas de trabalhadores intelectuais. Do total de ocupados, 29,2 milhões (34,4%) eram trabalhadores informais, informou o IBGE.

Os programas de assistência à renda, preservação de empregos e diferimento de impostos movimentaram R\$ 289 bilhões. Ainda assim, o PIB deverá encolher 6,4% no ano, na previsão do Banco Central. A contumaz propaganda enganosa do ministro da Economia estimou as despesas em R\$ 1 trilhão, ao qual se chega com a liberação de depósitos compulsórios e expedientes para liberar capital para empréstimos dos bancos.

Os gastos efetivos do Tesouro até junho indicavam R\$ 211 bilhões em despesas realizadas, ante uma previsão de total R\$ 402,4 bilhões. Nas contas do Tesouro de maio constam ainda R\$ 68,9 bilhões de adiamento de receitas com diferimento de impostos e redução do IOF. A execução da concessão do auxílio emergencial, segundo dados do Tesouro, consumiu R\$ 13,4 bilhões até junho, diante de previsão de gastos de R\$ 51,4 bilhões.

Para minha pesquisa sobre os impactos monetários da "coronacrise", esses fatos e dados são relevantes, porque tenho o propósito de investigar se é válida a hipótese de economistas conservadores dessa injeção monetária ter impacto inflacionário futuro. Evidentemente, agora, com a imensa capacidade produtiva ociosa e a Grande Depressão deflacionária, não cabe o raciocínio baseado na Teoria Quantitativa da Moeda. Tanto esta, quanto a Teoria Moderna da Moeda, falham quando seus adeptos as aplicam, ignorando *as etapas do ciclo econômico-financeiro*, inflado e desinflado por endividamento ou alavancagem e desalavancagem financeira.

Período	Saldos em final de período										R\$ milhões	PIB <sup>1/</sup> (R\$ milhões)
	M1			M2								
	PMPP <sup>2/</sup>	Depósitos à vista <sup>3/</sup>	Total	Depósito de poupança	Títulos Privados emitidos pelo SFN					Total		
					Depósitos a Prazo	Letras Financeiras	Letras de Crédito <sup>4/</sup>	Outros <sup>5/</sup>	Total			
2018 Dez	218 157	192 070	410 226	800 889	1011 794	297 389	305 331	25 666	1640 180	2 851 296	6 889 176	
	3,2%	2,8%	6,0%	11,6%	14,7%	4,3%	4,4%	0,4%	23,8%	41,4%	100%	
2019 Dez	228 309	219 413	447 722	849 177	1115 229	350 793	295 752	40 749	1802 523	3 099 422	7 256 926	
	3,1%	3,0%	6,2%	11,7%	15,4%	4,8%	4,1%	0,6%	24,8%	42,7%	100%	
2020 Jan	212 569	191 982	404 550	839 337	1104 047	349 822	293 001	41 299	1788 169	3 032 056	7 286 797	
	2,9%	2,6%	5,6%	11,5%	15,2%	4,8%	4,0%	0,6%	24,5%	41,6%	100%	
Fev	210 227	199 681	409 908	838 022	1123 221	340 762	290 323	40 799	1795 106	3 043 036	7 313 850	
	2,9%	2,7%	5,6%	11,5%	15,4%	4,7%	4,0%	0,6%	24,5%	41,6%	100%	
Mar*	214 490	211 297	425 787	852 638	1265 220	324 043	290 538	41 240	1921 041	3 199 466	7 334 666	
	2,9%	2,9%	5,8%	11,6%	17,2%	4,4%	4,0%	0,6%	26,2%	43,6%	100%	
Abr*	238 863	225 185	464 048	885 468	1393 346	306 700	293 489	42 586	2036 121	3 385 637	7 288 106	
	3,3%	3,1%	6,4%	12,1%	19,1%	4,2%	4,0%	0,6%	27,9%	46,5%	100%	
Mai*	257 617	232 572	490 189	921 067	1476 812	295 049	295 202	43 192	2110 254	3 521 510	7 239 430	
	3,6%	3,2%	6,8%	12,7%	20,4%	4,1%	4,1%	0,6%	29,1%	48,6%	100%	

Fonte: Banco Central do Brasil - Nota para Imprensa - Moeda e Crédito (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

(cont.:ma)

Observa-se na tabela acima, de março a maio de 2020, o Papel-Moeda em Poder do Público (PMPP) ter crescido mais em relação ao PIB se comparado ao crescimento dos Depósitos à Vista (DV). Os Haveres Monetários (M1) cresceram apenas um ponto percentual (pp) do PIB no período da quarentena: de 5,8% em março para 6,8% em maio.

Enquanto isso, os componentes dos Haveres Não-Monetários (M2), isoladamente, cresceram mais. Os Depósitos de Poupança

criaram 1,1 pp do PIB e os Depósitos a Prazo, 3,2 pp. Aliás, esses CDBs já estavam crescendo após o mês de janeiro, quando a bolsa de valores passou a apresentar tendência de queda, e passou de 15,2% para 20,4% do PIB no período até maio. Foram os maiores responsáveis pelo aumento de 7 pp do PIB no M2.

Representam uma preferência pela liquidez e segurança contra a *marcação-a-mercado* dos Fundos de Investimentos Financeiros (FIFs). São produtos bancários mais buscados pelo Varejo de Alta Renda e *Private Banking* como mostrarei adiante.

**Tabela 35 – Meios de pagamento ampliados<sup>1/</sup>**  
Saldos em final de período em %

Período	M1			M2						
	PMPP <sup>2/</sup>	Depósitos à vista <sup>3/</sup>	Total	Depósito de poupança	Títulos Privados emitidos pelo SFN					Total
					Depósitos a Prazo	Letras Financeira	Letras de Crédito <sup>4/</sup>	Outros <sup>5/</sup>	Total	
<b>Variação % ano</b>	-7,3	-12,5	-9,8	-1,2	-1,1	-0,3	-0,9	1,1	-0,8	-2,2
<b>12 meses</b>	6,1	7,8	6,9	5,9	12,2	16,8	-4,4	41,5	10,4	8,7
<b>Dezembro</b>										
<b>Variação % ano</b>	-7,8	-10,6	-9,1	-1,3	0,9	-2,9	-1,8	-0,2	-0,3	-1,8
<b>12 meses</b>	6,3	7,0	6,6	5,9	14,8	11,9	-5,4	35,8	10,8	8,9
<b>Janeiro</b>										
<b>Variação % ano</b>	-6,0	-6,1	-6,1	0,4	11,8	-6,5	-2,0	0,3	5,7	2,5
<b>12 meses</b>	8,7	14,4	11,4	7,1	24,8	4,3	-6,2	31,5	15,2	12,4
<b>Fevereiro</b>										
<b>Variação % ano</b>	-6,0	-6,1	-6,1	0,4	11,8	-6,5	-2,0	0,3	5,7	2,5
<b>12 meses</b>	8,7	14,4	11,4	7,1	24,8	4,3	-6,2	31,5	15,2	12,4
<b>Março</b>										
<b>Variação % ano</b>	4,6	1,0	2,8	3,8	24,4	-12,6	-0,9	4,4	12,6	8,8
<b>12 meses</b>	22,6	22,6	22,6	10,7	39,0	-5,0	-5,7	29,4	21,9	18,8
<b>Abril</b>										
<b>Variação % ano</b>	12,8	6,0	9,5	8,5	32,4	-15,9	-0,2	6,0	17,1	13,6
<b>12 meses</b>	31,9	32,0	31,9	15,3	45,5	-9,6	-5,9	31,5	25,0	23,2
<b>Maió</b>										

Fonte: Banco Central do Brasil - Nota para Imprensa - Moeda e Crédito (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

A tabela acima confirma a crescente variações em 12 meses dos Depósitos a Prazo em todos os meses do ano corrente acima das taxas de crescimento de PMPP e DV. Estas não se diferenciam em 12 meses até maio, embora suas taxas tenham sido negativas no ano até março e revertido em seguida para crescimento positivo e crescente. Nos meses de abril e maio, talvez em função da RBE, o PMPP se elevou mais em comparação com os DV.

Outra fonte de dados importante (e exclusiva) é a do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). Ela possibilita a análise das contas dos clientes bancários por faixas de valor, revelando muito sobre a estratificação social dos possuidores de riqueza financeira. Neste

tópico estudo o caso dos Depósitos à Vista. No capítulo 3, aprofundarei a análise do portfólio de todos os produtos bancários, onde não se incluem os Fundos sob a Administração de Recursos de Terceiros pelos bancos.

Depósitos à Vista			Base: 04/2020				
Faixa de Valor	Faixas		Depósitos à Vista				Per Capita
	de	até	Clientes	%	Valores (R\$)	%	R\$
1 a 6	0,01	5.000,00	103.781.582	95,72%	27.714.062.617	13,01%	R\$267,04
7	5.000,01	10.000,00	2.183.774	2,01%	15.309.577.968	7,19%	R\$7.010,61
8	10.000,01	15.000,00	829.967	0,77%	10.098.344.425	4,74%	R\$12.167,16
9	15.000,01	20.000,00	429.269	0,40%	7.416.573.152	3,48%	R\$17.277,22
10	20.000,01	50.000,00	771.899	0,71%	23.472.890.821	11,02%	R\$30.409,28
11	50.000,01	100.000,00	234.174	0,22%	16.107.737.851	7,56%	R\$68.785,34
12	100.000,01	150.000,00	69.832	0,06%	8.457.505.180	3,97%	R\$121.112,17
13	150.000,01	200.000,00	32.988	0,03%	5.693.877.164	2,67%	R\$172.604,50
14	200.000,01	250.000,00	18.882	0,02%	4.209.795.173	1,98%	R\$222.952,82
15	250.000,01	300.000,00	12.213	0,01%	3.340.079.214	1,57%	R\$273.485,57
16	300.000,01	400.000,00	14.870	0,01%	5.122.850.910	2,40%	R\$344.509,14
17	400.000,01	500.000,00	8.604	0,01%	3.839.633.164	1,80%	R\$446.261,41
18	500.000,01	600.000,00	5.738	0,01%	3.131.355.811	1,47%	R\$545.722,52
19	600.000,01	700.000,00	3.966	0,00%	2.566.375.505	1,20%	R\$647.094,18
20	700.000,01	800.000,00	2.854	0,00%	2.137.016.895	1,00%	R\$748.779,57
21	800.000,01	900.000,00	2.191	0,00%	1.857.345.847	0,87%	R\$847.716,04
22	900.000,01	1.000.000,00	1.906	0,00%	1.808.679.834	0,85%	R\$948.940,10
23	1.000.000,01	2.000.000,00	7.837	0,01%	10.822.761.225	5,08%	R\$1.380.982,68
24	2.000.000,01	5.000.000,00	4.122	0,00%	12.487.757.680	5,86%	R\$3.029.538,50
25	5.000.000,01	10.000.000,00	1.288	0,00%	8.960.205.256	4,21%	R\$6.956.681,10
26	10.000.000,01	20.000.000,00	603	0,00%	8.264.582.940	3,88%	R\$13.705.776,02
27	20.000.000,01	999.999.999,00	429	0,00%	30.205.844.414	14,18%	R\$70.409.893,74
<b>TOTAL</b>			108.418.988	100%	213.024.853.044	100,00%	R\$1.964,83

Fonte: FGC (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Cerca de 96% dos clientes deixam valores inferiores a cinco mil reais em suas contas correntes, com saldo médio per capita de R\$ 267,04. Somando todos os valores desses 104 milhões de clientes, equivalem a 13% do total de depósitos à vista.

Ao somar a essa primeira faixa as faixas de R\$ 5 mil a R\$ 100 mil, para compor os volumes enquadrados no segmento de clientes

do Varejo Tradicional, resultaria em 99,8% das contas dos clientes, embora apenas 47% do valor total dos depósitos à vista. Esse é um grande mistério: por que 0,2% dos clientes (188.323) possuem 53% do total depositado em contas correntes?

Acumulam R\$ 112,9 bilhões com custo de oportunidade por deixarem de receber juros. Têm saldos médios per capita superiores a cem mil reais, chegando cada um dos 429 top da pirâmide de riqueza líquida a ter em caixa a média de setenta milhões de reais!

Serão Pessoas Jurídicas com compromissos, ou seja, capital de giro? Mantêm reservas em caixa suficiente para as folhas de pagamento mensais e pagar à vista seus fornecedores, devido ao receio deles de haver inadimplência nos pagamentos a prazo? Se forem Pessoas Físicas, provavelmente, somam aos 120 mil clientes *Private Banking* cerca de 68 mil do Varejo de Alta Renda.

Outra hipótese é ser a situação circunstancial de Armadilha da Liquidez, quando há preferência pela liquidez por parte dos agentes econômicos. Como a taxa de juro real está praticamente zerada e investimentos em mercados de risco, seja diretamente, seja indiretamente via fundos, apresentam volatilidade e marcação-a-mercado, podendo o patrimônio financeiro perder valor nominal, em conjuntura deflacionária, é mais prudente reter depósitos à vista.

A opção, escolhida por muitos investidores de acordo com as evidências apresentadas anteriormente, seria deixar o dinheiro em depósitos a prazo com rendimento indexado a 100% do CDI. O Banco Central do Brasil nunca fixou uma taxa de juro negativa...

## Sistema de Pagamentos de Varejo à Vista ou a Prazo

O total de cartões de crédito, débito e lojistas ultrapassa já 900 milhões, resultando em média de 6 por cada pessoa da população em idade ativa. É meio de pagamento utilizado para 31% do total de gastos em consumo. O problema crucial é a oferta usual por parte dos vendedores de "preço à vista igual ao preço parcelado sem juros no cartão", praticamente, obrigar os consumidores a sustentar toda a estrutura de adiantamento de recebíveis e crédito rotativo.

Com muitos cartões e parcelamentos, cerca de 30% perdem o controle das finanças pessoais, não pagando a fatura na “data de aniversário”. Entre estes, 40% ficam inadimplentes no crédito rotativo. Por causa disso, os adimplentes pagavam juros suficientes para cobrir todas as perdas provocadas pelos inadimplência. Recursos de terceiros não podem ser perdidos por bancos sob supervisão do Banco Central.

No modelo brasileiro de cartões, diferentemente de outros países, o consumidor é “forçado”, comportando-se racionalmente, a comprar a prazo. Isto porque o preço único é dividido igualmente em várias “prestações sem juros” ou por causa da oportunidade do “período de graça” – até 40 dias.

Na verdade, esse custo de oportunidade também é precificado. Seria melhor o fim desse prazo “gratuito” sem pagar juros correspondentes à compra a prazo, se o consumidor pagasse “juro civilizado” – não extorsivo – a partir do dia seguinte ao da compra.

Outra mudança necessária para baixar os juros dos cartões de crédito seria revogação da proibição do Código de Defesa do Consumidor de fazer diferenciação de preços em “com cartão” e “sem cartão”, ou seja, a vista e a prazo. Deveria pelo menos autorizar, se não for o caso de obrigar, os comerciantes a cobrarem *preços diferenciados* para pagamento com ou sem cartão de crédito.

Essa autorização seria positiva por evitar subsídios cruzados entre portadores e não portadores de cartão. Eles ocorrem quando é feito o repasse de todos os custos dos estabelecimentos com a venda a prazo para os preços finais, inclusive à vista. Embute a taxa de desconto – uma proporção do valor da venda –, a tarifa de intercâmbio dos credenciadores, o custo de oportunidade e/ou o custo com adiantamento de recebíveis. Estes preços inflados são, então, justos para os portadores de cartão de crédito, mas injustos para os consumidores sem acesso aos cartões.

Em “mercados de dois lados”, como é o dos cartões, além do preço do produto, a demanda depende também de como o custo é repartido entre os consumidores finais. É tal como ocorre em boates. Tem maior clientela feminina aquela com menor cobrança das mulheres – e então os homens atraídos pagam maiores ingressos. A

loja com menor cobrança à vista dos “sem cartões” também venderá mais.

Isso é contrário ao argumento de a adoção da diferenciação de preços tornaria o uso de cartão de crédito menos atrativo para os consumidores. Pela *externalidade da rede*, havendo menos consumidores, menos lojistas se interessariam em se manter no sistema, com encolhimento prejudicial para todos seus participantes.

Entretanto, esse argumento é falseado pelas atrações de:

1. comprar a prazo, se for com a cobrança de um juro razoável,
2. ganhar prêmio pela fidelização ao seu uso consciente, e
3. obter a segurança dos cartões como meios de pagamento.

Cartões de crédito fazem parte do sistema de pagamentos brasileiro de varejo. Propiciam crédito com limite e taxa pré-compromissados. Se os consumidores instigados em pagar “parcelas sem juros” perdem a fonte de renda por desemprego ou não cumprem o compromisso na data de pagamento por qualquer outro motivo, entram no crédito rotativo com taxa de juro elevadíssima.

A utilização do cartão de crédito para compras em apenas uma parcela é chamada na estatística de crédito brasileira de “cartão de crédito à vista”. Essa modalidade inclui o *parcelamento de compras pelo lojista sem juros*.

Além dessa modalidade “à vista”, também existe:

1. “cartão de crédito rotativo” e
2. “cartão de crédito parcelado”.

O uso do *parcelado* tem as seguintes normas:

1. refere-se à compra para pagamentos em várias parcelas com incidência de juros;
2. o saldo remanescente do rotativo não pode ser financiado além de 30 dias, a não ser caso o cliente tenha renegociado com a instituição financeira;



3. a fatura cujo cliente optou por pagar em parcelar, por exemplo, em 24 parcelas fixas, aumenta o valor amortizado até em 45%, ao invés de ir para o rotativo.

<b>Tabela 6 – Crédito do sistema financeiro – Recursos livres</b>								
Saldo por modalidade – Pessoas físicas							R\$ milhões	
Período		Cheque especial	Crédito pessoal			Aquisição de veículos	Aquisição de outros bens	
			Não consignado	Consignado	Total			
				Total				
2018	Dez	21 982	112 729	336 545	449 274	170 287	10 435	
	Em %	2%	12%	35%	<b>47%</b>	<b>18%</b>	1%	
2019	Dez	24 151	131 578	383 879	515 457	203 579	12 532	
	Em %	2%	12%	34%	46%	18%	1%	
2020	Jan	25 672	134 340	388 636	522 976	206 974	12 713	
	Fev	26 632	136 140	393 366	529 506	209 000	12 831	
	Mar	25 899	136 998	397 042	534 040	209 308	12 725	
	Abr	24 650	138 118	397 551	535 669	205 932	12 239	
	Mai	23 290	136 904	398 187	535 091	204 100	12 154	
		Em %	2%	12%	36%	<b>49%</b>	<b>19%</b>	1%
<b>Cartão de crédito</b>								
		Rotativo <sup>1/</sup>			Parcelado <sup>2/</sup>	À vista <sup>3/</sup>	Total	
		Regular <sup>4/</sup>	Não regular <sup>5/</sup>	Total				
2018	Dez	14 529	20 385	34 914	20 291	183 174	238 379	
	Em %	2%	2%	4%	2%	19%	<b>25%</b>	
2019	Dez	16 206	26 012	42 218	24 717	215 575	282 510	
	Em %	1%	2%	4%	2%	19%	<b>25%</b>	
2020	Jan	16 037	27 034	43 071	25 388	211 690	280 149	
	Fev	16 808	27 816	44 624	25 884	202 555	273 063	
	Mar	16 909	28 869	45 778	26 429	192 101	264 308	
	Abr	16 167	29 908	46 075	26 930	164 806	237 811	
	Mai	15 983	28 339	44 322	26 792	162 303	233 417	
		Em %	1%	3%	4%	2%	15%	<b>21%</b>
		Desconto de cheques	Composição de dívidas <sup>1/</sup>	Outros <sup>2/</sup>	Total não rotativo	Total rotativo <sup>3/</sup>	Total	
2018	Dez	1 014	33 828	28 251	714 388	240 070	954 458	
	Em %	0%	4%	3%	<b>75%</b>	<b>25%</b>	<b>100%</b>	
2019	Dez	1 041	39 393	33 529	831 252	281 945	1 113 197	
	Em %	0%	4%	3%	<b>75%</b>	<b>25%</b>	<b>100%</b>	
2020	Jan	1 034	40 139	34 915	845 116	280 563	1 125 679	
	Fev	1 047	40 330	36 834	856 394	273 921	1 130 315	
	Mar	993	43 016	39 812	867 261	263 880	1 131 141	
	Abr	914	47 315	39 680	869 589	235 639	1 105 227	
	Mai	915	50 448	39 781	870 159	230 030	1 100 190	
		Em %	0%	5%	4%	<b>79%</b>	<b>21%</b>	<b>100%</b>

Fonte: Banco Central do Brasil - NI Moeda e Crédito (elaboração Fernando Nogueira da Cost

O *rotativo* corresponde aos saldos remanescentes do pagamento abaixo do montante total (e não parcelado) da fatura. Ele



é considerado *em atraso* quando o cliente não cumpre o pagamento do valor mínimo, definido por cada instituição financeira no extrato da fatura, por exemplo, 15% do pagamento total.

O atraso das demais modalidades de cartão de crédito (*à vista* ou *parcelado*) ocorre com seu não pagamento. Nesses casos, o saldo remanescente é transferido ao *rotativo*.

Por exemplo, em caso de pagamento inferior ao valor total, o consumidor deve arcar com as taxas e encargos apontados na fatura, incidentes sobre a diferença entre o valor total e o valor pago: juros do rotativo (5,99% a.m.), e se efetuar um pagamento inferior ao valor mínimo, somará mais juros de mora 1,01% a.m., multa por atraso 2% e IOF do financiamento. Juros máximos do contrato podem ser de acordo com o exemplo real do Banco Itaú, em maio de 2020, 6,19% a.m. ou 107,66% aa.

Analisando o crédito do sistema financeiro nacional com *recursos livres* para Pessoas Físicas, salienta-se a queda de -2,7% do total no trimestre completado em maio de 2020. No período de afastamento social devido à pandemia (março-maio), elevou-se a participação do *total não rotativo* de 75% para 79% do crédito total por conta da queda do "cartão de crédito à vista" de 19% para 15% do total. Como já dito, essa modalidade inclui o *parcelamento de compras pelo lojista sem juros*.

O *total rotativo* inclui as modalidades cheque especial, cartão de crédito rotativo e cartão de crédito compras à vista. Apenas este último alterou sua participação relativa. Os outros dois são menos significativos: cheque especial 2% e cartão de crédito rotativo 4%.

O crédito pessoal é o mais relevante (49%) e, dentro dele, o consignado representa 36% do crédito total às Pessoas Físicas. Aquisição de veículos equivale a 19%, abaixo do total com cartões de crédito (21%). Então, 89% são esses três tipos de dívidas.

Analisando o crédito do sistema financeiro nacional com *recursos direcionados* a Pessoas Físicas, o saldo em maio de 2020 atingiu R\$ 923 bilhões contra R\$ 1,1 trilhão do crédito com recursos livres. Destaca-se, amplamente, os R\$ 660 bilhões de financiamento imobiliário (71%), sendo 65% com taxas reguladas e 6% com taxas

de mercado. Além deles, há crédito rural (22%), crédito com recursos do BNDES (6%) e microcrédito (1%).

Na realidade, o crédito imobiliário é o mais importante endividamento de Pessoa Física. Isto não só por ser de valor maior, mas também por ser um compromisso financeiro em longo prazo.

No entanto, cheque especial e cartões de crédito merecem mais atenção midiática e, em consequência, dos políticos profissionais em permanente busca de reeleição. Houve uma CPI dos Cartões de Crédito no Senado Federal, cujo Relatório Final foi publicado em julho de 2018 com 152 páginas.

O Capítulo I trata do crédito em geral, do spread bancário, do histórico e dos conceitos gerais do cheque especial e do cartão de crédito. No Capítulo II, busca entender a experiência internacional acerca dos diversos pontos levantados nesta CPI. Evidentemente, a comparação internacional meramente numérica sempre pode levar a equívocos, quando feita isoladamente, sem analisar o ambiente macroeconômico e regulatório do país comparado.

O Capítulo III relata, tanto resumido quanto possível, as oitivas realizadas pela CPI e as sugestões apresentadas. O Capítulo IV esboça as sugestões e os encaminhamentos com proposições de medidas legislativas para sanar os problemas a ser resolvidos mediante aperfeiçoamento da legislação.

Por último, o Capítulo V traz as conclusões e considerações finais. Resumo-as em seguida.

Na CPI houve a oportunidade de compreender melhor o mercado de cartões de crédito e do cheque especial. Principalmente no caso dos cartões, trata-se de um setor bem diferente dos demais, com participação conjunta de consumidores, emissores, adquirentes, bandeiras e lojistas. É uma relação intrincada, envolvendo vários fluxos de pagamentos, formando um equilíbrio possível de se desmoronar, dependendo da intervenção feita. Por esse motivo, o papel do relator da CPI foi mais indicar os principais problemas e recomendar que o órgão regulador, o Banco Central, os implemente.

Agrupou as propostas em três grandes categorias. A primeira compreende medidas com objetivo de *ampliar a concorrência e*

*aprimorar o mercado* de cartões de crédito e de meios de pagamento. Houve consenso entre tantas apresentações de melhorar o ambiente institucional com vistas a ampliar a concorrência no setor é fundamental para obter taxas de juros sustentavelmente mais baixas.

O segundo grupo de sugestões refere-se a medidas com objetivo de *melhorar a Educação Financeira*. Há uma percepção de os consumidores não terem total consciência do custo do crédito e, por esse motivo, se endividarem além do desejável. Melhorar a educação financeira deverá contribuir para o crédito ser tomado de forma mais responsável.

Por fim, ofereceu propostas para *reduzir o risco de crédito*. Uma das principais justificativas para os juros mais elevados no rotativo do cartão de crédito e no cheque especial é a elevada inadimplência associada a esses dois instrumentos. Medidas para melhorar a qualidade da informação sobre o devedor ou dar maior garantia para os credores terão o impacto desejável de reduzir a taxa de juros.

Passaram-se dois anos e nenhuma reforma institucional relevante ocorreu na área de cartões de crédito e cheques especiais. Então, os políticos profissionais voltaram à carga atabalhoadamente.

Vandson Lima e Renan Truffi (Valor, 03/07/2020) informam ter sido a pressão das grandes redes varejistas, acima do *lobby* dos representantes dos grandes bancos, ter conseguido dissuadir o Senado de votar projeto demagógico estabelecendo um teto para as taxas de juros cobradas em operações com cartões de crédito e cheque especial.

Segundo fontes do Senado e dos setores interessados, representantes do setor financeiro trabalhavam há meses, nos bastidores, para evitar o tabelamento dos juros ser levado ao plenário. No entanto, admitem a proposta só ter perdido força, de fato, a partir da articulação do setor varejista. A avaliação é os supermercados e redes de vestuário não carregarem uma imagem negativa como a dos bancos e, por isso, conseguiram convencer lideranças do Senado de possíveis riscos da medida. O preconceito religioso vem de longe...

O projeto populista e equivocado, como é contumaz por parte do senador Álvaro Dias (PR), teve como relator um membro do seu

partido (Podemos). No parecer, sugere limitar os juros a 30% ao ano para as linhas de crédito do cartão de crédito e cheque especial, além de 35% para as *fintechs*, enquanto durasse o estado de calamidade.

Os varejistas argumentaram o mesmo dito pelos bancos há muito tempo: faltaria crédito na praça se a mudança fosse aprovada. O problema dos juros altos do cartão, como dito antes, está ligado à *oferta de venda parcelada sem juros*, oferecida em todas as grandes redes de supermercados e lojas do varejo brasileiro.

O Congresso precisava sim discutir essa “jabuticaba brasileira” se quisesse, realmente, baixar os juros praticados pelos bancos. Álvaro Dias rebate as críticas de maneira equivocada por ignorar o modelo brasileiro de cartões de crédito com 40 dias “de graça” ser único no mundo. Ele apela com péssimos exemplos, dizendo países como Portugal, Indonésia e Costa Rica também colocaram um *teto para os juros*.

“Jabuticaba é o sistema vigente, sem concorrência e sem teto para os juros. Esse sistema é hostil e danoso à sociedade”, justifica o midiático senador demagogo.

O alinhamento do governo à tese de bancos e varejistas irritou o relator. Ele resolveu tomar uma atitude radical. Ele simplesmente passou a não atender mais os telefonemas dos governistas. Confirma a argumentação do reacionário neoliberal.

“Esses setores precisam dar sua contribuição para diminuir os efeitos da crise e do endividamento das famílias. O governo está fazendo o jogo do sistema financeiro. Tenho enorme respeito pelo Campos Neto, era um leitor do avô dele [Roberto Campos, economista]. A secretária dele me ligou umas quatro vezes para marcar, mas não há o que conversar. Quero que a matéria seja votada.”

De acordo com dados do BCB, a linha de crédito do cheque especial importava um saldo de R\$ 23 bilhões, com os juros médios para pessoas físicas tendo caído 155,6% desde abril de 2019, quando atingiu 275% aa, até maio de 2020, quando baixou para 117,1% aa. No cartão de crédito, os empréstimos totalizavam dez vezes mais (R\$ 233 bilhões), com juros médios de 76,2% aa em maio de 2020. Na mesma data, o crédito rotativo dos cartões tinha juros médios de

303,4% aa e o parcelado, 137,9%. Em 12 meses, o juro do rotativo aumentou +3,5% e o do parcelado caiu -36,2%.

“As sociedades de crédito direto e instituições muitas vezes atendem às faixas de renda de menor nível e não cobram tarifas. Dessa forma, buscam incentivar o uso do cartão de crédito e só obtém elevada receita apenas de quem atrasa o pagamento da fatura.”

Esse diagnóstico do relator seria verdadeiro, se acrescentasse o importante “detalhe” de *os adimplentes pagarem pela perda imposta pelos inadimplentes*. Por isso, sua terapia – tabelamento de juros – é equivocada, para evitar perda dos recursos de terceiros, usados como lastros dessas operações de crédito.

O avanço tecnológico e institucional, como apresentado em seguida, será mais apropriado. Isto se ocorrer em conjunto com o crescimento do emprego com melhor distribuição da renda para diminuir a inadimplência nesses produtos bancários – cheque especial e cartões de crédito – reservados para emergências temporárias e não para serem usados como instrumentos de crédito rotativo permanente.

## Inovações Tecnológicas e Financeiras

### Meios de Pagamentos Instantâneos

A direção ideológica neoliberal, em geral, acha o problema de oligopólio bancário diferenciado, cuja competição se dá por meio de qualidade de serviços eletrônicos e atendimento pessoal, poder ser resolvido com flexibilização normativa. Imagina a elevação do número de competidores forçará os spreads e as taxas de juros de empréstimos para baixo. Ledo engano, o problema maior está na inadimplência por conta de uma *estagdesigualdade* permanente na economia brasileira.

Outro problema a ser enfrentado, dado o elevado endividamento de risco decorrente do uso massivo dos cartões de crédito e cheques especiais no sistema de pagamentos do varejo, é a alteração desses produtos. Seria o caso de mudar seus formatos ou

mesmo, no limite, proibir esses produtos enquanto não houver crescimento sustentado da renda e do emprego dos devedores.

O Banco Central do Brasil optou por inovação tecnológica para a elevação da competição no subsistema de pagamentos de varejo. Talita Moreira escreveu reportagem a respeito (Valor 03/07/2020) da adoção do Pix, o *meio de pagamentos instantâneos* desenvolvido sob a supervisão da Autoridade Monetária. Ao ser uma plataforma agnóstica, o Pix vai fomentar *a competição, a inclusão e a interoperabilidade*.

## Cenários

Impacto potencial do Pix sobre credenciadoras - R\$ bilhões

	Receita atual	Transformação adiada	Sucesso do Pix	Fim da aquisição
Stone	2,6	-	-	-
Getnet	3	-	-	-
PagSeguro	4,1	-	-	-
Rede	4,8	-	-	-
Cielo	6,9	-	-	-
<b>Total</b>	<b>21,4</b>	<b>17,6</b>	<b>12,7</b>	<b>8</b>
<b>% sobre 2019</b>	<b>-</b>	<b>-18</b>	<b>-41</b>	<b>-63</b>

### Transformação adiada

Maquininhas não são substituídas, mas complementadas pelo Pix; impacto maior nas transações com cartões de débito

### Sucesso do Pix

Pagamentos instantâneos substituem cartões de débito, mas cartões de crédito mostram resiliência

### Fim da aquisição

QR Code torna-se principal instrumento para pagamentos; cartões são usados em transações internacionais

Fonte: Roland Berger

O acirramento da competição no mercado brasileiro poderá corroer até R\$ 13 bilhões por ano em receitas das credenciadoras de cartões. A projeção foi feita pela consultoria alemã Roland Berger.

As transações com o BR Code, código de imagem adotado como a base do Pix, têm potencial para substituir pagamentos com cartão

de débito, reduzindo o faturamento das credenciadoras com aluguel ou venda de maquininhas e, principalmente, com as taxas cobradas dos lojistas. Os cartões de crédito estarão mais preservados, mas, ainda assim, a consultoria prevê alguma concorrência dos pagamentos instantâneos, porque as instituições participantes poderão oferecer financiamento a consumidores e a lojistas na hora da compra. Os hábitos digitais trazidos pela pandemia podem acelerar as mudanças.

O tamanho efetivo das perdas para as credenciadoras vai depender, de um lado, da velocidade de adesão dos brasileiros ao Pix e, de outro, da capacidade de reação das companhias. No cenário mais ameno, onde o impacto se concentra no débito e os pagamentos instantâneos são só uma opção a mais para os clientes, a perda esperada de receita é de R\$ 3,6 bilhões para as adquirentes. Eles faturaram R\$ 21,4 bilhões no ano de 2019. Uma queda de R\$ 13 bilhões é prevista para o caso de o QR Code se tornar dominante, com produtos de crédito associados a ele.

O caminho para as credenciadoras, segundo a Roland Berger, é oferecer aos estabelecimentos conta corrente e produtos de valor agregado, como crédito e seguros, além de serviços de inteligência de vendas. Esse portfólio pode ser próprio ou fruto de parceria com outras instituições financeiras.

Algumas empresas do setor se movimentam para isso. Há iniciativas como o PagBank, da PagSeguro, e as contas digitais da Stone e da Cielo uma preocupação em se preparar para um futuro quando as maquininhas serão dispensáveis.

As credenciadoras serão as empresas mais desafiadas, mas não as únicas. O Pix vai impor aos bancos uma redução das receitas com serviços como TED e DOC e também com tarifas de intercâmbio. Em contrapartida, as instituições financeiras vão se beneficiar de despesas menores com transporte de numerário.

Na visão da consultoria, vão se sair melhor os bancos capazes de acelerarem seus processos de transformação digital e oferecerem experiências integradas com o meio de pagamentos instantâneos. O ativo estratégico passa a ser a base de clientes e de contas correntes integradas com o Pix.

As carteiras digitais já usam QR Code para viabilizar pagamentos. Se forem atrelados a cartões terão vantagem competitiva. Porém, o estudo alerta elas também terão de desenvolver produtos para fidelizarem os clientes e monetizarem a operação, pois essas contas costumam ser grátis e a concorrência será acirrada.

De acordo com o estudo, o novo mundo dos pagamentos terá espaço também para ofertas de nicho, por exemplo, de seguradoras e plataformas de investimentos, combinando serviços e públicos específicos.

Ao mesmo tempo, poderão interessar às instituições financeiras privadas os clientes de baixa renda, hoje pouco bancarizados por elas. A exigência do BCB é as transações no Pix terem custo operacional baixíssimo para bancos e *fintechs* e não haver cobrança de taxas para pessoas físicas. Deixa de ser necessária até a emissão de um cartão para atender a clientes mais pobres.

No entanto, a grande inovação do novo meio de pagamento é a possibilidade de integrar o sistema todo em uma única central de liquidação comandada pelo Banco Central. Vai ser possível ir a uma loja de varejo e pagar instantaneamente com qualquer depósito à vista.

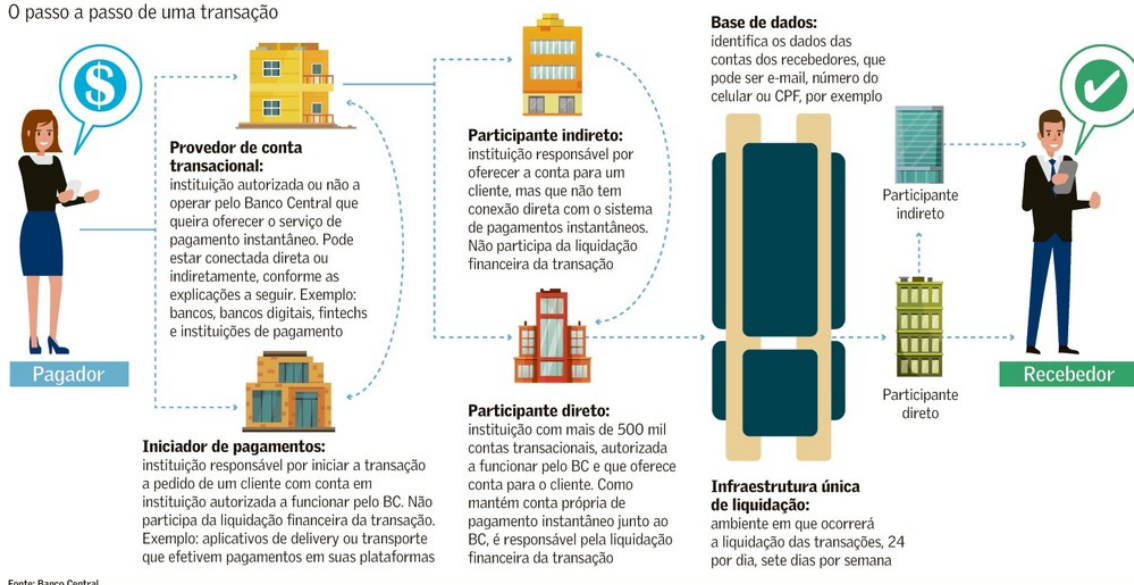
Nesse cenário, até mesmo as "*big techs*" terão de se adaptar ao Pix, atuando como uma "camada de experiência" para os clientes das instituições financeiras. Uma delas (Facebook) já enfrentou revés por o anúncio do serviço de pagamentos do WhatsApp ter sido precipitado e pouco inovador. O sistema foi suspenso pelo BCB.

A análise da Roland Berger levou em conta a experiência de outros países avançados. Eles já adotam pagamentos instantâneos. O caso mais parecido com o brasileiro é o da Índia, onde o regulador fomentou um sistema meio com interoperabilidade e liquidação centralizada. No mercado indiano, surgiram carteiras digitais de *fintechs* e *big techs*, os preços caíram e o volume de pagamentos eletrônicos aumentou. A consultoria não informa se diminuiu a circulação de "dinheiro frio" ou a lavagem de "dinheiro sujo".



## Como funciona o PIX

O passo a passo de uma transação



As rodadas de testes com a plataforma do BCB iniciaram no mês de junho de 2019, para as instituições financeiras checarem a conexão. Nesses testes, cada passo do pagamento ou transferência é verificado. Como exemplo, um banco digital está checando a conexão aos sistemas de liquidação de transações e armazenamento de dados, a experiência do usuário final no aplicativo e pagamentos por meio de QR Code. Com isso, está simulando todo o ciclo da transferência de valores.

O cuidado com os preparativos do sistema se baseia no fato de a plataforma de pagamento instantâneo funcionará 24 horas por dia, sete dias por semana, para a realização de transferências de valores entre pessoas, empresas e governos. Haverá, ainda, a possibilidade de compras via QR Code (código de imagem) em estabelecimentos comerciais físicos.

Com a proximidade do lançamento, os modelos de negócios começam a ficar mais evidentes. Nesse sentido, ganhou espaço o *"bank as a service"*, isto é, a oferta de pagamento instantâneo e serviços financeiros em geral pelos participantes diretos e indiretos a outras empresas, para elas disponibilizarem a seus clientes, como se fossem instituições financeiras.

O maior desafio talvez seja comunicar ao cliente final a disponibilidade deste sistema de pagamentos eletrônicos substituir o

papel-moeda. Parte da população pobre foi digitalizada e bancarizada recentemente com o pagamento do auxílio emergencial.

Enquanto o foco neste momento tem sido colocar o sistema para funcionar, as instituições financeiras ainda não estão discutindo qual será o custo da conexão para as partes envolvidas, sejam elas participantes diretos ou indiretos. A tarifa do BCB deve ficar em um centavo a cada dez mensagens de pagamento realizadas por meio do sistema.

Com o custo menor em relação aos sistemas tradicionais – cartões, boletos, TED e DOC –, o Pix deve promover pagamentos e transferências mais baratos e, portanto, inclusivos para desbancarizados.

A maior parte de clientes paga faturas com boleto bancário. Tem custo em torno de R\$ 9 nos bancos e de R\$ 1,99 em *fintech*. Com o pagamento instantâneo mais barato, mais microempreendedores vão se interessar pelo serviço digital, porque o custo vai reduzir consideravelmente.

Outro atrativo para uso do Pix será a maior rapidez para diversos setores da economia. No comércio *on-line*, hoje demora-se dois dias muitas vezes para confirmar a compra via boleto. No pagamento instantâneo a confirmação é imediata, permitindo entregar a mercadoria no mesmo dia.

### Mistura Criativa entre Capitalismo Comercial e Capitalismo Financeiro

Outras informações interessantes para a compreensão dessa mistura criativa entre capitalismo comercial e capitalismo financeiro, duas dimensões de um único capitalismo contemporâneo, são fornecidas pela Flávia Furlan (Valor, 07/07/2020). Ao facilitar o *saque de papel-moeda* se contrapõe ao pagamento instantâneo eletrônico.

A indústria de cartões está desenvolvendo dois produtos de modo a permitir o saque de dinheiro em estabelecimentos comerciais, via rede das maquininhas, sendo eles o “saque puro” e a “compra com troco”. Coordenado pela Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (ABECS), o projeto prevê uma

padronização do mercado para a oferta da modalidade ainda neste ano corrente.

A plataforma de pagamento instantâneo (Pix) em desenvolvimento pelo regulador vai oferecer saque no varejo. No entanto, o produto da indústria de cartões, associada aos grandes bancos, será complementar, tendo como alvo substituir a rede de caixas eletrônicos (ATMs).

A ideia é usar a infraestrutura já montada de cartões. Ela tem mais escala e é mais barata em relação ao custo de expansão e manutenção da rede de ATMs. Cerca de 12 milhões de estabelecimentos comerciais poderiam oferecer o saque.

Em um primeiro momento, será possível fazer o saque com cartões de débito e pré-pagos, com liquidação no mesmo momento ou no dia seguinte, dependendo do horário. O setor de cartões não excluiu permitir o saque com cartões de crédito, mas faz análises para checar a viabilidade.

No "saque puro", o cliente passa o valor desejado na maquininha e recebe as cédulas, uma vantagem para o varejo, pois corta o custo de transporte e segurança para depositar as quantias em conta. Na "compra com troco", passa o valor total do adquirido e quanto quer sacar, mas fica com o troco.

A forma de remuneração da transação será inversa à tradicional. Hoje, as bandeiras definem a taxa de intercâmbio e as credenciadoras cobram do varejista para remunerar os emissores. No saque no varejo, haverá o "intercâmbio reverso", onde a bandeira vai definir quanto os emissores vão pagar para a credenciadora pelo serviço. Esta repassará uma fração para o estabelecimento comercial.

Os valores pagos pelos emissores não foram divulgados, mas as estimativas apontam para um terço do saque em caixa eletrônica. Este saque custa em média R\$ 3,20 por transação, dependendo da escala. Haverá valores mínimos e máximos para saque, considerando a remuneração dos participantes do negócio e a segurança da transação. Será permitido "chargeback", isto é, o cancelamento da operação.

A pandemia mostra ser necessário desenvolver novas ferramentas de acesso ao dinheiro bancário de modo a trazer mais segurança, baixo custo e inclusão financeira. O *saque no comércio de varejo* existe em outros 31 países.

Tecnologicamente é possível oferecer o produto atualizando os serviços disponíveis nas maquininhas. Há possibilidade de o estabelecimento comercial ficar com parte da remuneração pela transação, mas se ele não quiser ou não tiver as cédulas para saque, não teria nenhuma penalidade.

O *saque no varejo* é uma solução de transição, diante dos desbancarizados. Não há condições de depender apenas da rede de ATMs, por isso essa é uma solução transitória para o mundo digital.

### *Open Banking para Créditos e Investimentos*

Outra inovação financeira (e tecnológica) para incentivar a concorrência com os bancos é apresentada por reportagem de Adriana Cotias (Valor, 06/07/2020). Em meio ao avanço regulatório do BCB para o *"open banking"* brasileiro e ao incentivo à inovação está a possibilidade de estender o modelo aberto para corretoras e distribuidoras de valores. *Já vimos esse "filme" com transformação dessas instituições financeiras em "bancos" entre 1988 e 1995... E ele não termina bem.*

Com a crise bancária dos 90s, voltou a concentração em torno de *"big five"* bancos grandes demais para quebrar. Os clientes os escolhem justamente para a segurança de suas reservas financeiras.

Não se trata de uma iniciativa isolada a aquisição de um aplicativo para consolidar a vida financeira do cliente. Outros inovadores criam também uma funcionalidade para investimentos.

O conceito por trás da *plataforma aberta* é permitir enxergar a consolidação de sua carteira de ativos financeiros a partir de um único ambiente, com atualização automática da rentabilidade sem importar onde estejam distribuídos os ativos do investidor. Esse é o preâmbulo de uma transformação maior por vir: a possibilidade de o cliente ser, de fato, o dono dos seus dados e transitar pela instituição a lhe oferecer as melhores condições de serviços e custos. A

portabilidade de aplicações, tema de recorrente fricção, também pode se tornar mais fluida.

## Open banking e investimentos

O direito de ir e vir

### O que é?

- Prevê a abertura e consolidação de investimentos num ambiente só

### Para que serve?

- Investidor terá atualização automática de rentabilidade
- Poderá comparar o mesmo produto em diferentes plataformas
- Maior competição pode favorecer redução de custos
- No futuro, investidor poderá fazer transações num aplicativo só

### Premissa

- O cliente é dono dos seus dados e não a instituição financeira

### Passo a passo

- Cliente baixa aplicativo consolidador
- Autoriza a conexão com suas contas de investimentos
- Aplicativo agrega os dados

O *open banking* traz o mercado financeiro mais para a função inovadora e cooperativa. Até agora sempre foi cada um por si. Ainda existe uma ruptura a ser feita, porque há quem procure crescer por meio de medidas protetivas. O modelo mais concorrencial é uma grande mudança, pois quem vence não é o maior, mas quem oferece melhor e mais barato serviço bancário digital, além de segurança.

Mesmo com os contratempos impostos pela pandemia, o BCB manteve o cronograma para o *open banking*. Estabeleceu o sistema dever começar a ser implementado em novembro de 2020 e estar funcionando em outubro de 2021. Para investimentos, a expectativa a integração fique pronta entre o fim do próximo ano e o início de 2022.

A partir de informações como agência, conta e senha em modo visualização, sem coleta dos dados, um aplicativo consegue rastrear a vida financeira do cliente. O próximo passo é esse ambiente se tornar transacional de uma instituição para outra, reunindo as marcas em

um só lugar para os investidores aderirem. A questão de segurança de dados (e sigilo bancário) é um primeiro passo fundamental para fomentar o sistema com *interoperabilidade*.

Tornar o ambiente transacional integrado com outras instituições vai depender do avanço da agenda regulatória. Será preciso fechar parcerias com cada distribuidor. Para outros consolidadores se interconectarem, será necessário medir o valor sendo entregue para o cliente, porque alguns deles ainda fazem coleta manual de dados.

O sistema construído para *pagamentos instantâneos* prevê uma funcionalidade para investimentos, havendo um encontro marcado com o *open banking* neste ano. A ideia é abrir os APIs para empresas novatas de tecnologia para conectar também o mundo dos investimentos.

Outro projeto possível de ser submetido ao *sandbox* regulatório da CVM é o *cadastro único de investidores*. Ele vem sendo chamado como "*open broker*".

## Redes de Varejo como Bancos Comerciais

Pela Pesquisa Anual do Comércio (PAC) 2018, realizada pelo IBGE, entre 2009 e 2018, o pessoal ocupado em atividades comerciais aumentou 19,7%, passando de 8,5 milhões para 10,2 milhões. O número de empresas comerciais cresceu 5,2%, indo de 1,4 milhão para 1,5 milhão. Já a quantidade de unidades locais (lojas) subiu de 1,5 milhão para 1,7 milhão em dez anos.

Em dez anos, a média de pessoas ocupadas no comércio passou de seis para sete por empresa, no período. O varejo em 2018 ocupava 74,5% dos trabalhadores do comércio no Brasil. Nele, essa média passou de seis para sete pessoas empregadas por empresa, enquanto o atacado foi de nove para oito e o comércio de veículos e peças manteve-se em seis pessoas. A única atividade onde esse número aumentou de forma significativa foi a de hipermercados e supermercados, passando de 82 para 99 pessoas ocupadas.

A PNADC do IBGE registra quase 18 milhões de pessoas ocupada no *comércio, reparação de veículos automotores e*

*motocicletas*. É o agrupamento de atividades com o maior número de pessoas ocupadas.

A pandemia do coronavírus, segundo reportagem de Isabela Bolzani (FSP, 07/07/20), intensificou a *digitalização de produtos e serviços financeiros nas redes de varejo*. Na prática, muitas já atuam, ou trabalham para poder atuar em breve, como se fossem bancos digitais.

Renner, Marisa, Riachuelo, e também Casas Bahia e Ponto Frio, da Via Varejo, são algumas das redes envolvidas nessa transformação financeira. Além de uma maior demanda por parcerias com *fintechs*, instituições com uso de tecnologia digital para oferecer serviços financeiros, um número crescente de lojistas busca autorização do BCB para atuar no sistema financeiro como bancos e para ampliar o portfólio na área.

A lista de produtos oferecidos já inclui desde os cartões de marca própria e *co-branded*, eitos em parceria com bandeiras ou emissores, até a venda de seguros e pequenos empréstimos. Estes são oferecidos como forma de saque nas lojas físicas e pagamento por meio de carnê.

O setor de varejo já vinha ampliando a atuação na área financeira, mas acelerou o processo diante do crescente uso de canais digitais na pandemia. Muitas mudanças regulatórias ainda estão por vir. Precisa se posicionar a respeito. Está em uma fase de atualização e de alavancagem de todos os produtos atuais, caminhando para uma atuação de banco digital.

Haverá uma boa oportunidade a integração do setor ao PIX, o sistema de pagamentos instantâneos do Banco Central a ser lançado em novembro deste ano.

Parte do avanço da área financeira do varejo também se reflete no alcance do setor. Ele ocupa um espaço onde os bancos privados não pretenderam alcançar, principalmente entre os desbancarizados.

Para esse público a prestação de serviços financeiros dentro da loja é mais relevante. O varejo tem uma plataforma mais amigável [*friendly*] para os consumidores de renda mais baixa. Suas operações funcionam sábado, domingo e durante a noite.

É comum o consumidor ir até uma loja para fazer um saque, por exemplo, ou tomar um empréstimo de pequeno tíquete. Ele sai com o dinheiro na hora. O varejo também incorpora produtos de previdência e capitalização. É quase como uma loja de conveniência financeira para o consumidor.

Parcerias com *fintechs* têm contribuído na implementação de sistemas e processos de modo elas poderem transformar lojas em instituições financeiras autorizadas a atuar pelo Banco Central. A busca por soluções financeiras no varejo cresce conforme a necessidade da empresa em apresentar um diferencial para o seu cliente. Grande parte do avanço no segmento financeiro parte do princípio de os varejistas conseguem aprender muito sobre o comportamento de consumo de seus clientes e oferecer os produtos certos.

Um movimento recente, por exemplo, foi a autorização recebida pelo Carrefour do BCB para atuar como banco múltiplo, em 26 de junho de 2020. Em maio, a Via Varejo – controladora das varejistas Casas Bahia e Ponto Frio – também concluiu a aquisição do banQi, plataforma de contas digitais.

Antes disso, em outubro de 2019, a financeira Midway, pertencente ao grupo Guararapes (controlador da Riachuelo), também anunciou se preparar para ser banco. Espera pela autorização da autoridade monetária ainda em 2020.

Parte da evolução desses canais também vem da adaptação dos produtos e serviços ao atual momento e à oferta adaptada aos clientes sem acesso a cartão de crédito ou conta corrente. A estratégia é fazer com o comércio financeiro fluir por qualquer canal.

O mercado financeiro já está no processo de digitalização, e o varejo tem dado passos largos nesse caminho também. Está desenvolvendo, em parceria com o banco digital, um modo para trazer o cliente mais pobre uma jornada digital de crédito e gestão financeira da melhor forma possível.

A expectativa é de a oferta de produtos e serviços financeiros ganhar cada vez mais participação nas receitas do setor. O varejo tem buscado integralizar os diferentes serviços em uma única plataforma e acaba fazendo o serviço de um banco na própria loja.



O serviço financeiro é bastante rentável. Embora o negócio ainda seja limitado à base de clientes, é um negócio com potencial relevante.

## Capítulo 2 - Sistema de Crédito no Capitalismo Industrial

*“Tentar analisar o capitalismo e deixar de lado bancos, dívidas e dinheiro é como tentar analisar voos de pássaros e ignorar eles terem asas. Boa sorte!”*

### Introdução

Na literatura acadêmica, aplicada ao estudo de caso do sistema financeiro nacional, há uma profusão de pesquisas sobre sua função apresentada como a principal – e até mesmo aparentemente como a única por alguns autores: *o crédito*. As funções de *oferecer oportunidades para investimento financeiro* com segurança, liquidez e rentabilidade, contrapartida para captação do lastro do financiamento, e *viabilizar o sistema de pagamentos eletrônicos*, seja via cartões de débito para transferência de depósitos à vista, seja por meio de cartões de crédito para compras a prazo, ficam em segundo plano.

Embora não seja o objetivo deste livro fazer uma resenha de uma amostra significativa de pesquisas realizadas neste século XXI a respeito das instituições financeiras brasileiras, colherei algumas proposições importantes para minha argumentação transdisciplinar no sentido de entendimento do sistema financeiro no qual todos os agentes econômicos estão voluntariamente inseridos. Neste segundo capítulo, destacarei “o segredo do negócio capitalista”: *a alavancagem financeira*.

Para melhor compreensão, uma breve introdução teórico-conceitual facilitará a análise do sistema capitalista integrado e emergente dos subsistemas de financiamento, pagamentos e gestão de riqueza financeira. Depois, resumirei o destaque dado ao financiamento bancário por origem (e porte) do capital das instituições financeiras. Concluirei com uma análise conjuntural sobre as estatísticas da evolução recente do crédito ampliado na economia brasileira. Com isso, diagnosticarei a fase do ciclo de endividamento, onde nossa economia está atualmente inserida e seus percalços com eventual endividamento excessivo.

## Conceitos e Teoria da Instabilidade Financeira

### O que os bancos devem fazer? Uma Análise Minskyniana

Randall Wray é Professor de Economia da Universidade de Missouri, Pesquisador Sênior do *Center for Full Employment and Price Stability*, Pesquisador visitante da *Jerome Levy Economics Institute* da Bard College, Ex-Presidente da *Association for Institutional Thought* (AFIT) e ex-Diretor da *Association for Evolutionary Economics* (AFEE). Possui Doutorado e Mestrado em Economia pela Universidade de Washington. É autor de diversos livros e artigos na área econômica. Recentemente, é o mais notável divulgador da Teoria Moderna da Moeda.

Em artigo publicado em 10/09/2010, "O que os bancos devem fazer? Uma análise minskyniana", discute a crença popular de "os mercados existirem para promover o interesse público". Wray lembra Hyman Minsky ter a questionado: *mas, e se eles não o fizerem?*

O artigo de Randall Wray examina o trabalho de Hyman Minsky no Instituto Levy no âmbito do seu projeto intitulado: "*Reconstituting the United States' Financial Structure*" (Reconstituindo a Estrutura Financeira dos Estados Unidos). Está demarcado, institucionalmente, pelas características especiais do sistema financeiro norte-americano. Lá predomina uma *economia de mercado de capitais* em lugar de uma *economia de endividamento bancário*.

Seu sistema bancário é historicamente fracionado por respeito à autonomia federativa e pela Lei Glass-Steagall (em inglês, *Glass-Steagall Act*), promulgada nos Estados Unidos em 1933. Ela limitava os títulos emitidos por bancos comerciais, bem como as fusões das atividades de bancos comerciais e demais instituições financeiras. A lei também instituiu a Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), uma agência garantidora de depósitos.

Foi promulgada pela administração de Franklin D. Roosevelt para, basicamente, evitar novo colapso financeiro sistêmico como o ocorrido em 1929 e propiciar condições para um processo de alavancagem mais condizente com as necessidades das corporações não financeiras. Em 12 de novembro de 1999, a lei foi

completamente revogada, devido à pressão do *lobby* do setor financeiro junto ao Congresso norte-americano.

Hyman Philip Minsky (1919-1996) foi o mais criativo economista pós-keynesiano. Ficou mais conhecido, fora da academia, após sua morte. A expressão “momento Minsky” foi inventada por Paul McCulley, economista da PIMCO, para descrever a crise financeira russa de 1998.

O “momento Minsky” ocorre depois de longo período de prosperidade com investimentos crescentes. Nesta fase altista, há incentivo para o aumento da especulação ou aposta em tendência aparentemente firme de alta de preço, usando dinheiro emprestado. A fase baixista do ciclo de crédito ocorre quando os especuladores superendividados são obrigados a vender em massa os seus ativos, para fazer face às suas necessidades de liquidez.

Os tomadores de crédito começam a ter problemas de tesouraria, devido à subida dos juros para refinanciamento da dívida antes assumida para financiar os investimentos especulativos. Subitamente, começa uma venda massiva, em simultâneo, levando à queda abrupta nos preços dos ativos existentes. Dada a espiral de baixa autoalimentada, fica mais barato compra-los em lugar de construir novos ativos. Com isso, caem os investimentos e, em consequência, eleva o desemprego. As receitas também serão baixas demais para sustentar os compromissos financeiros, levando à inadimplência.

Hyman Minsky, tal como Karl Polanyi, também acreditava ser necessário *dominar a especulação* – e não o contrário pretendido por economistas neoliberais: *o livre-mercado desincrustar da sociedade*. Se os investimentos são direcionados para a especulação com os preços dos ativos existentes, há desperdício de recursos, com bolhas de ativos inflando e explodindo, com risco sistêmico de quebras de empresas não-financeiras e bancos. Se o investimento abaixa demais, não só os trabalhadores sofrem por causa de desemprego, mas igualmente os lucros serão baixos demais.

Todos os participantes do sistema financeiro necessitam entender “o que os bancos fazem” para melhor lidar com eles. Daí poderão propor com pertinência “o que os bancos deveriam fazer”.

Minsky sempre insistiu o papel adequado do sistema financeiro ser o de promover o “desenvolvimento do capitalismo”. Em vez de os bancos simplesmente financiar investimentos em capital físico, ele defendia a criação de uma estrutura financeira no sentido de conduzir o desenvolvimento econômico para melhorar os padrões de vida de toda a população. Entendia, gostando ou não de banqueiros e rentismo, a participação ativa no sistema financeiro ser imprescindível a todas as pessoas físicas e jurídicas.

Minsky enfatiza seis pontos principais sobre o sistema bancário:

1. uma economia capitalista é um sistema financeiro;
2. a teoria neoclássica não é útil porque nega sua importância;
3. a estrutura financeira tende a ficar cada vez mais frágil ao longo do ciclo de endividamento;
4. essa elevação do grau de fragilidade financeira torna possíveis Grandes Depressões Deflacionárias;
5. uma economia estagnada não promove o desenvolvimento nem do capitalismo nem do bem-estar social;
6. essa *estagdesigualdade* poderia ser evitada por meio de uma reforma adequada da estrutura financeira, combinada com utilização adequada dos poderes fiscais governamentais.

Interessa aqui recuperar a abordagem geral de Minsky às instituições financeiras. A resenha de Wray não dá recomendações específicas sobre reformas institucionais necessárias.

De acordo com Minsky, “uma economia capitalista pode ser descrita por um conjunto de extratos financeiros e comprovantes de rendimento relacionados entre si” (Minsky, 1992<sup>a</sup>: p. 12). É parte de um sistema eletrônico de informações digitalizadas, integrado por um conjunto de subsistemas.

Os ativos de um balanço demonstrativo patrimonial são ou financeiros ou reais, atrelados à renda patrimonial. Como formas de manutenção da riqueza podem ser vendidos ou liquidados.

Os ativos financeiros representam compromissos contratuais, assumidos anteriormente, com obrigações de fazer pagamentos de

juros e amortizações em datas especificadas de acordo com certa periodicidade ou prazo de vencimento. Ativos e passivos representam dinheiro em contas bancárias.

O excedente do valor de ativos sobre passivos é contabilizado como *patrimônio nominal líquido*. Todas as unidades econômicas – famílias, firmas, instituições financeiras, governos – assumem situações patrimoniais (capital próprio e reservas para carregar ativos), mantidas para sua proteção, ao emitir passivos com margem de segurança para sua alavancagem. Aqueles são *haveres*, estes são *deveres*.

Uma margem de segurança é o *fluxo de renda a ser gerada* em função da detenção de ativos rentáveis. Ela deve exceder o pagamento das obrigações contratuais dos passivos.

Quando as fontes de renda esperada se confirmam, quanto maior o valor dos ativos sobre passivos de terceiros, maior será a margem de segurança. Outra margem de segurança é o *estoque de patrimônio líquido ou passivos próprios*.

Ainda é possível como fonte de recursos em curto prazo a *disponibilidade potencial de liquidez*. Se os ativos puderem ser vendidos, rapidamente, em mercado secundário, ou prometidos como garantia de empréstimo (colaterais), maior será a margem de segurança.

Cada um desses três tipos de margem de segurança é importante. Eles são complementares e não substitutos entre si.

Na contabilidade bancária consolidada, por definição do regime de partidas dobradas, todos os ativos e passivos financeiros somam zero. Se a duração do ativo exceder a do passivo, dado um descasamento de prazos propício ao aumento do *spread* bancário de acordo com a tendência de queda da taxa de juro do passivo face à do ativo, então a situação patrimonial deve continuar sendo refinanciada.

Isso requer o funcionamento normal de diversos mercados, de modo os canais de refinanciamento não fiquem muito caros face à margem de financeira entre juros recebidos e juros pagos. Se ocorrer interrupção, os agentes econômicos endividados, exigentes de acesso

contínuo a refinanciamentos, tentarão “vender posição patrimonial”, para atender aos compromissos financeiros.

A dinâmica das liquidações totais é empurrar os preços de ativos em direção a zero. Como os ativos e passivos se anulam, mutuamente, inicia-se o chamado por Irving Fisher de *processo de deflação da dívida*.

Entretanto, em situação de “empoçamento de liquidez”, dado o risco de bancarrota, os grandes bancos também serão dominados pela aversão ao risco sistêmico de contágio. Recusam-se a prover refinanciamentos ou liquidez no mercado interbancário a pequenos bancos.

A Autoridade Monetária pode tentar proteger os mercados secundários, estando autorizada pela legislação aprovada no Congresso Nacional para adquirir ou oferecer empréstimos para resguardar ativos financeiros. Evitaria, assim, a queda de seus preços ou valores de mercado.

Por isso, são necessárias intervenções de Banco Central para proteger pelo menos algumas instituições financeiras. Provê financiamento, temporariamente, como empréstimos em última instância. Pode autorizar à Casa da Moeda emitir papel-moeda.

Ele dispõe de instrumentos de política monetária para colocar meios de pagamento (papel-moeda em poder do público e depósitos à vista) em circulação. Só o Banco Central pode adquirir ativos (ou emprestar para sustentar seus valores de mercado) ilimitadamente. Desse modo, fornece um estoque elástico de capital para sustentar a prévia alavancagem financeira da rentabilidade patrimonial do capital próprio.

Caso autorizado pelo Congresso, em fase de desalavancagem financeira do setor privado, o Tesouro Nacional poderia também se utilizar desse *financiamento monetário para cobrir déficit fiscal*. Indiretamente, poderia aumentar o endividamento público para repassar *funding* para bancos estatais adquirirem, por exemplo, debêntures conversíveis em ações.

Os bancos são “especiais” no sentido de operarem com elevadas *razões de alavancagem*: para cada unidade monetária em

ativo, eles podem captar de terceiros até 89 centavos em passivos. Suas situações patrimoniais são realmente “financiadas”, grosso modo, com 11% de patrimônio líquido, isto é, capital social mais reservas. Os bancos federais maximizam as políticas públicas em comparação com os gastos orçamentários dos ministérios restritos a fundo perdido.

Ademais, bancos são instituições financeiras especializadas em sustentar ativos financeiros (carteiras de crédito e de títulos) de mais longo prazo, ao emitir passivos de curto prazo em soma muito superior ao seu patrimônio. Eles atuam na posição especulativa de precisarem, permanentemente, de refinanciamento.

Uma instituição financeira, assim, precisa de acesso contínuo a refinanciamentos dos depositantes ou investidores, em termos favoráveis. Os juros recebidos dos saldos de empréstimos ou títulos podem estar prefixados.

Quando os mercados secundários entram em espiral baixista, os bancos não são capazes de facilmente comercializar seus ativos. Isso pode ser descrito como uma *situação patrimonial de “não liquidez”*. Exige o acesso a uma fonte de liquidez perene: o Banco Central.

Em situações anormais, se os mercados se desorganizarem, bancos podem acabar presos com ativos sem conseguirem os vender aos preços anteriores capazes de sustentar a alavancagem. Portanto, precisarão ter acesso a crédito para financiar seus estoques de créditos e títulos.

Há diversos tipos de instituições financeiras. Nos Estados Unidos se faz distinção entre bancos comerciais tradicionais, bancos de investimentos, bancos universais e holdings gestoras de participações acionárias. No Brasil, predominam os cinco maiores bancos múltiplos – os “*big-five*” (BBICS: Banco do Brasil, Bradesco, Itaú, Caixa e Santander) – e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

Um banco comercial tradicional oferece empréstimos de curto prazo, garantidos ou não por bens, inclusive as habitações e os bens duráveis de consumo financiados. Em alternativa ao crédito comercial de comprar a prazo de fornecedores e vender à vista para



consumidores, os empréstimos bancários tomados por empresas não-financeiras, para capital de giro, seriam honrados à medida que os bens fossem vendidos.

Os trabalhadores deveriam fazer alavancagem financeira somente nas compras a prazo de seus bens duráveis de maior valor unitário: moradias e veículos. Nestes casos, os contratos de dívida costumam ter cláusula de alienação fiduciária.

A situação patrimonial dos bancos comerciais é financiada pela emissão de passivos de curto prazo. São produtos bancários os depósitos à vista em conta corrente, a prazo e de poupança, além das Letras de Crédito (LCI e LCA) e as Letras Financeiras de prazo maior (dois a cinco anos).

A administração de recursos de terceiros, via Fundos de Investimentos Financeiros, compete com a captação de *funding*. Recentemente, como mostrarei adiante, bancos brasileiros desrespeitaram a “*chinese wall*” (separação entre dinheiro do banco e dinheiro dos clientes) e entupiram carteiras de fundos administrados com debêntures de terceiros, lançadas por eles mesmos em operações estruturadas de mercado de capitais com esforços restritos e “garantia firme” de colocação.

As relações entre o banco especializado no “fornecimento de dinheiro”, para capital de giro, e a produção real são próximas. Essencialmente, as corporações tomam empréstimos para pagar salários e adquirir matérias primas, com o banco adiantando o dinheiro lastreado nos depósitos a prazo (CDB) dos investidores.

Os depósitos em conta corrente dos trabalhadores, em geral, por terem a máxima liquidez, carregam as carteiras de títulos de dívida pública. Estes oferecem risco soberano para a riqueza financeira.

Quando os bens acabados são vendidos, as empresas não-financeiras têm condições de repagar os empréstimos. Os bancos cobram juros mais altos sobre empréstimos com margem financeira em relação ao gasto por eles com “dinheiro comprado”, isto é, depósitos a prazo.

Essa margem financeira entre juros, chamada de Resultado Bruto de Intermediação Financeira, é somada à Receita de Prestação de Serviços, em *proxy* de um “valor de produção” (sic) bancário. Esse faturamento tem de cobrir não só as despesas administrativas (pessoal e informática, entre outras), as fiscais, os lucros dos bancos e, principalmente, os riscos de perdas dos empréstimos de recursos de terceiros. Um banco se define pela operação com dinheiro de terceiros, cuja fiscalização é realizada *online* pela Autoridade Monetária.

No passado, os bancos pagavam juros para depósitos à vista. Hoje, cobram tarifas pela gestão (e segurança) de contas correntes. Isso os ajuda a manter (e investir em) um sistema eletrônico de pagamentos.

Se a concorrência por captação de dinheiro forçasse pagamentos de juros sobre contas correntes, haveria a redução do lucro bancário. Os bancos teriam não só de pagar juros sobre seus outros passivos, mas também teriam de operar um sistema de pagamentos oneroso.

Segundo Randall Wray, “isso ajuda a explicar a *elevada proporção de alavancagem dos bancos*: para manter baixa a diferença entre as taxas de empréstimo e o custo de manutenção de contas correntes, o banco precisa de uma elevada proporção entre ativos e seu capital, de modo a oferecer uma taxa de lucros aceitável sobre o patrimônio líquido para seus acionistas”. Comparativamente, no Brasil, a menor *razão de alavancagem* eleva o *spread* bancário.

Alternativamente, os bancos precisariam fazer o sistema de pagamentos mais rentável pela cobrança de tarifas sobre contas correntes e pagamentos. Entretanto, se há alternativas viáveis, como essa geração de caixa, haverá limites ao esmagamento de lucro do banco pelo sistema de pagamentos. Elevar a razão da alavancagem (*leverage*) é a compensação do banco quando mantém baixas as diferenças entre as taxas de juros cobradas e as pagas. Não é o caso brasileiro.

## Ciclo de Endividamento

Alguns autores da literatura de “financeirização” consideram o capital financeiro como improdutivo. Por definição, se restringe à circulação e à troca de propriedades privadas. Por isso, desejam cindi-lo do capitalismo!

Ora, o capital-dinheiro é acumulado previamente e daí contrata a força do trabalho despossuída e/ou livre para se vender, criando a relação de produção capitalista. O capitalismo é um sistema financeiro complexo com múltiplos componentes interagindo, entre outros, capital e dívida.

Joseph Schumpeter destaca, no capitalismo, seus componentes inovação (“destruição criadora”), empreendedorismo e crédito. O inovador, muitas vezes, necessita usar dinheiro de outras pessoas em benefício próprio. Ao conseguir associados (e capital), para executar seu projeto, seu ganho de fundador é obter uma participação acionária com divisão de lucros ou prejuízos – e comandar a gestão.

Sendo bem-sucedido, além de receber dividendos, devido aos direitos de propriedade, os sócios podem fazer a abertura de capital: uma oferta pública inicial (IPO) de parte minoritária do capital social com cotação atribuída por mercado de ações. O próximo passo é tomar dinheiro emprestado para fusões e aquisições de concorrentes. Com a elevação do valor de mercado da empresa-*holding*, há enriquecimento de todos os sócios.

*Crédito é acreditar.* Conceder confiança quanto a uma antecipação do poder de compra a ser recebido no futuro. Quando é usado para gerar renda, o retorno alavancado do projeto terá de superar os juros para compensar o risco do contrato mútuo estabelecido entre mutuante e mutuário. Se for usado para ganho de capital, a aposta é na manutenção de tendência firme de alta de preço. Aí funciona a “regra de ouro” do comércio: comprar mais barato com a expectativa de revender mais caro.

Quando o cenário futuro consensual é de haver uma tendência firme de alta nas cotações dos ativos, os credores ficam menos exigentes de garantias na concessão de crédito, porque a circunstância é de valorização do colateral no mercado. A recompensa

esperada pelo credor é o recebimento dos juros. Estaria supostamente garantido, devido ao crescimento maior da renda do devedor.

Essa conjuntura, então, é a de “dinheiro farto e barato” em vez de “crédito apertado”. Dessa forma há a geração de grandes ciclos de endividamento na economia de mercado capitalista.

O ciclo se inicia com a concessão de crédito para o devedor comprar algo por conta de o credor antecipar seu possível ganho. O devedor toma emprestado do futuro.

Tudo ocorrerá bem, se os rendimentos esperados se confirmarem. Se forem frustrados, no caso do setor público, haverá provavelmente um ajuste fiscal, e no caso do setor privado, espera-se uma desalavancagem empresarial e pessoal. Esta fase exige um esforço profundo para diminuir o grau de endividamento em certo prazo.

O tomador de empréstimo se compromete com um tempo de sacrifício futuro. O devedor deverá gastar menos do seu potencial poder de compra, para pagar o crédito. Em um ciclo de endividamento se gasta no presente mais além do recebido em renda, mas depois se gasta abaixo do possível se a renda esperada for confirmada.

Isso é verdade para indivíduos ou empresas, mas um Estado soberano não pode ser confundido com essa postura protegida ou prudencial. Em geral, ele faz a rolagem (ou refinanciamento) da dívida pública, afinal, títulos de dívida pública oferecem risco soberano. Um Estado com poder de emissão de moeda de curso forçado não quebra.

No início do ciclo de crédito, agentes obtém mais dinheiro face às propriedades existentes. Se o *preço de oferta*, isto é, o custo de produzir ativos novos, é superado pelo *preço de demanda*, ou seja, o valor de mercado dos ativos usados, há incentivo para produzir, empregando gente e gerando renda.

Porém, poderá haver preferência por obter dinheiro de maneira mais fácil com a conversão do dinheiro em ativos já existentes com cotação em alta firme. Os especuladores adquirem esses ativos

imobiliários e acionários com empréstimos. Depois, será necessário mais dinheiro para pagar juros e amortizações. Se não o tiver, terá de vender propriedades por preço com desconto para levantar o dinheiro.

No início da especulação, “a propriedade reina”; no fim, “o dinheiro reina”. Há necessidade de o investidor balancear, ao longo do ciclo, sua carteira de ativos entre imobilizados, financeiros e líquidos.

Os agentes econômicos especuladores solicitam crédito para comprar ativos; os protegidos investem para ganhar juros. Seus depósitos a prazo constituem passivos para lastro do crédito. Os investidores com dinheiro imobilizado em propriedades ou construções têm necessidade de empréstimos bancários de capital de giro para pagar seus funcionários e fornecedores.

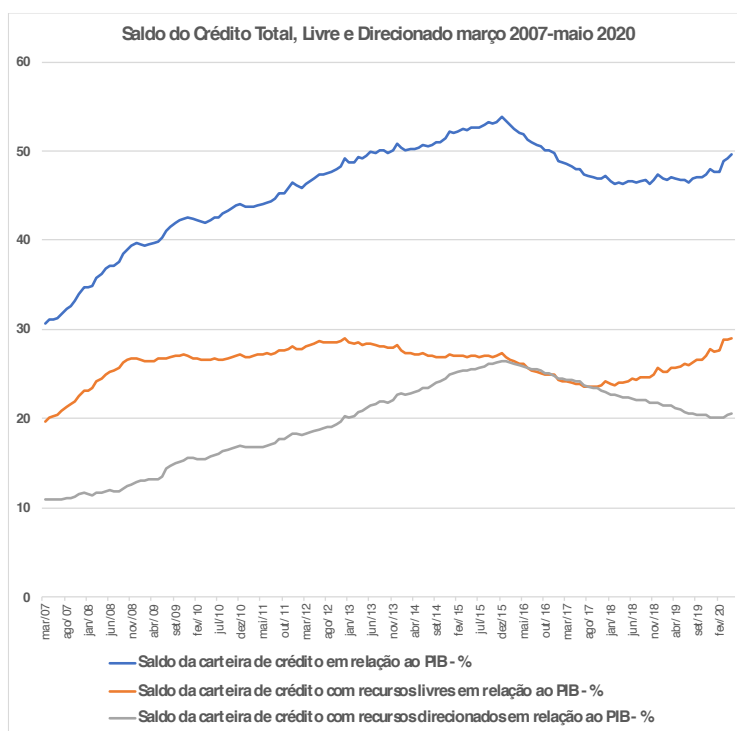
Empréstimos criam movimento ascendente e auto reforçador de alta de preços dos ativos existentes. Os devedores se baseiam na expectativa de seguir uma tendência firme de alta.

Se houver uma reversão geral de expectativas, quando rendimentos ou ganhos de capital ficarem abaixo do custo dos empréstimos, o ciclo se inverte em movimento descendente com retroalimentação mais rápida. Passa-se, rapidamente, da euforia para o pânico, se todos os devedores venderem ao mesmo tempo para pagar contratos, ou seja, o compromisso contratual é certo por conta de penalidades, inclusive falência, enquanto a receita é incerta.

Se mais e mais devedores atrasam seus pagamentos se gera um risco sistêmico. Nessa conjuntura, os próprios empresários neoliberais solicitam ao governo intervir no “livre-mercado”, quando devedores e credores podem falir e a economia entrar em colapso.

Se esses ciclos de expansão e contração ocorrerem, repetidamente, em sequência contínua, são criadas as condições para a detonação da Crise de Grande Dívida. Sua resolução se dá com um processo lento e gradual de Desalavancagem Financeira.

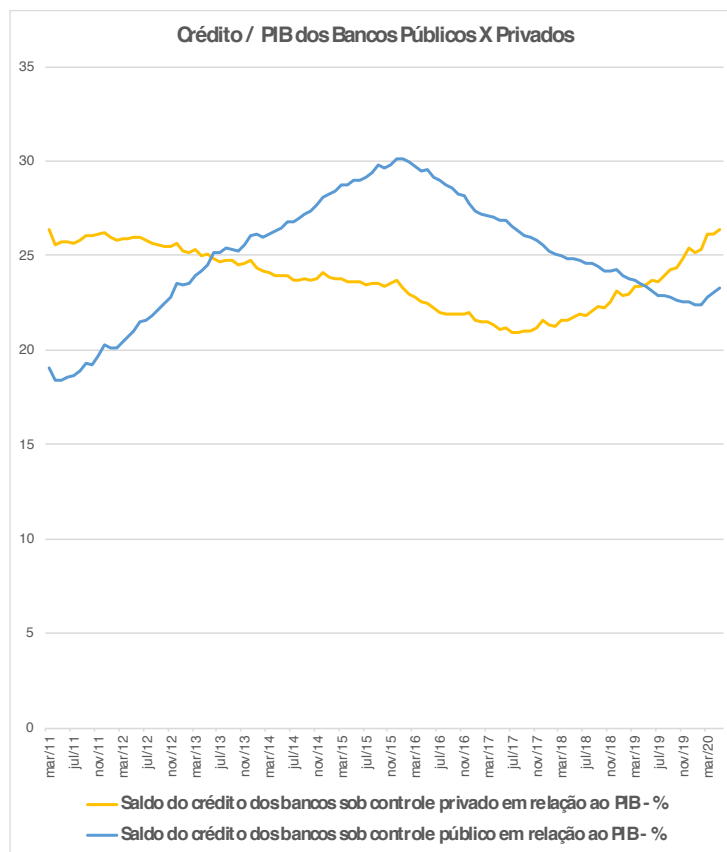
## Evolução Recente do Ciclo de Crédito no Brasil



A relação crédito total / PIB caiu de 36,6% em julho de 1995 até 24,0% em agosto de 2003 e ficou nesse patamar até março de 2004. O Banco Central mantinha uma taxa de juro básica muito elevada: 26,5% aa no primeiro semestre de 2003. Só em meados de 2004 as condições do crédito melhoraram de modo a possibilitar captar *funding* mais barato para lastrear uma inovação financeira: as operações de crédito consignado com baixo risco.

No gráfico acima, a relação crédito total / PIB sai de 30,7% do PIB, em março de 2007, e atinge seu pico de 54% em dezembro de 2015. Ele mostra a alta ter sido alavancada pelo *crédito com recursos direcionados*, elevando-se no período de 10,9% para 26,5% do PIB, enquanto o *crédito com recursos livres* eleva de 19,7% para 26,8% do PIB em dezembro de 2008. Com a explosão da crise mundial, manteve-se em torno do patamar médio de 27,4% do PIB até dezembro de 2015.

A partir de então o crédito direcionado despenca continuamente até 20,6% do PIB em maio de 2020, enquanto o crédito com recursos livres cai até 23,6% do PIB no terceiro trimestre de 2017 e partir de então recupera-se muito lentamente, só superando o patamar de 25% do PIB no fim de 2018. Em maio de 2020, atinge 29% do PIB.



Por que razão? O gráfico acima demonstra. A relação crédito / PIB dos *bancos públicos* se eleva de 19% em março de 2011 para 30% em seu pico no fim de 2015. Em seguida ao golpe de 2016, despenca até ficar estagnado em 23% em todo atual (des)governo. Enquanto isso, a dos bancos privados cai de 26,3% em março de 2011 para 20,9% em julho de 2017. Depois, quando o Banco Central finalmente abaixa a taxa de juro básica com maior tração, ele se eleva e atinge seu máximo de 26,4% do PIB no último mês da série temporal (disponível no SGS-BCB) em maio de 2020.

### Evolução, Concentração e Competição Bancária após os 90's

André de Melo Modenesi, Tarciso Gouveia da Silva, Kamaiaji de Souza Castor e Rui Lyrio Modenesi (2018) analisaram o regime competitivo do setor bancário brasileiro a partir do Plano Real de Estabilização da Inflação.

A evolução do número de bancos comerciais no Brasil mostra uma redução acentuada de 1995 a 2014. Esse processo pode ser dividido em duas fases paradigmáticas. Após o Plano Real, a redução do número de bancos é explicada em grande parte pelo fim da receita

inflacionária. Como resultado, muitos bancos tornaram-se insolventes e faliram. O PROER e o PROES promoveram a reestruturação do setor bancário. Após 2000, o número reduzido de bancos é o resultado do processo de consolidação do setor bancário em “*big-six*” bancos: BNDES, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú, Bradesco e Santander.

O setor bancário brasileiro apresenta duas características:

- i) pratica um dos *spreads* bancários mais altos do mundo; e
- ii) tem participação substancial de cinco bancos públicos federais.

Apesar da queda na margem líquida de juros do setor bancário após a implementação do Plano Real, o Brasil continua a ter um dos maiores *spreads* bancários do mundo. Como resultado, o Brasil também se destaca com altas taxas de juros de mercado.

De fato, as taxas de empréstimos no Brasil são consideravelmente mais altas se comparadas às de muitas economias menos desenvolvidas com sistemas financeiros quase inexistentes, como as economias de Uganda, Tadjiquistão, Mongólia e Honduras. Isso é uma evidência de os bancos brasileiros terem poder de mercado substancial e, portanto, cobrarem preços altos (através de taxas de juros) pela concessão de empréstimos.

Os coautores não destacam o elevado custo do *funding*, cuja taxa de juro de referência é a Selic fixada pelo Banco Central no regime paranoico de meta inflacionária. Foi disparatada em relação às do resto do mundo desde 1999 até 2019. Em consequência, a inadimplência é também muito elevada e o custo da perda de recursos de terceiros é repassado para os clientes adimplentes.

O setor bancário brasileiro também é caracterizado pela participação significativa de bancos estatais federais. Por exemplo, em 2015, o Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF), estatais federais, ficaram em primeiro e terceiro, respectivamente, em tamanho pelo total de ativos. Em relação às carteiras de crédito, o BB e a CEF ocupam o primeiro e o segundo lugar com 25,2% e 23,3% do total de empréstimos (incluindo o BNDES) em circulação no país, respectivamente. Em relação ao total de depósitos, o BB e a CEF representam 48,7% do mercado total.



A participação de mercado dos bancos públicos aumentou significativamente após a crise do *subprime* de 2008. De fato, os bancos estatais tiveram um papel importante em evitar uma restrição de crédito e, assim, em suavizar o acentuado declínio na oferta de crédito dos bancos privados. Os bancos privados reduziram drasticamente o ritmo de suas concessões de empréstimos.

Em atuação anticíclica bem-sucedida em baixar a taxa de desemprego até 2014, os bancos públicos comerciais e de desenvolvimento expandiram de maneira imediata e agressiva o ritmo de seus empréstimos. Após a crise do euro (2011-2012), os bancos privados e estatais mantiveram novamente um caminho desigual.

Como resultado, a participação de mercado dos bancos públicos aumentou substancialmente, de 34,4% em 2008 para 55,0% em 2015. A participação de mercado dos bancos privados caiu de um pico de 65,6% para um mínimo de 44,9% no mesmo período.

Modenesi, Silva, Castor e Modenesi (2018) propõem a ideia-chave de, a partir da década de 90, o setor bancário brasileiro exibir duas características importantes:

- i) ser altamente concentrado (e com uma tendência crescente em todas as medidas de concentração) e
- ii) haver pouca ou nenhuma concorrência de preços.

O alto *spread* cobrado pelos bancos brasileiros – uma medida inclusiva de margem de lucro – é, em grande parte, explicado por esses dois fatos estilizados.

Atualmente, o setor bancário está mais concentrado no Brasil se comparado ao ocorrido no Chile, Argentina, Colômbia, Coreia e Índia. A participação de mercado das cinco maiores instituições, considerando depósitos totais, depósitos à vista e ativos totais dos bancos comerciais, mostra uma clara tendência crescente.

Notavelmente, existem altos níveis de concentração no mercado de depósitos à vista. Depois de 2002, esses níveis superaram 70%, o dobro do nível de concentração nos EUA em 2014. Os dez maiores bancos brasileiros receberam quase todos os depósitos à vista. Indica o mercado estar altamente concentrado.

Os coautores também calcularam o índice H, um índice padrão para estimar o nível de concorrência em um determinado mercado, para o setor bancário brasileiro. De acordo com essa estimativa, o setor bancário segue *a concorrência monopolista*.

A conclusão, a partir das evidências empíricas apresentadas, aliadas ao fato de a economia brasileira apresentar um dos maiores *spreads* bancários do mundo, indica *os bancos brasileiros não competirem por preços*.

O equívoco é deduzirem a partir desse fato, típico de *oligopólio diferenciado*, o nível de concorrência no setor bancário brasileiro ser baixo. Na realidade, eles competem acirradamente com base em tecnologia avançada para atender o sistema de pagamentos, por disponibilidade de *funding* (depósitos) e administração de recursos de terceiros em fundos de investimentos, compensando a aversão ao risco de credores.

Além disso, faltou à análise uma investigação profunda sobre os devedores do sistema financeiro nacional, tanto em porte de Pessoa Jurídica quanto em riqueza de Pessoa Física como mais adiante apresentarei. Completarei também com análise dos credores, isto é, os investidores com a manutenção de riqueza em ativos financeiros.

### Diferencial do Mercado de Crédito Brasileiro

Eduardo Luís Lundberg se perguntou: *o que diferencia o mercado de crédito brasileiro?* Sua resposta está embutida no próprio título de seu trabalho para discussão: *bancos oficiais e crédito direcionado*. Créditos direcionados são aqueles destinados a determinados setores ou atividades, realizados com recursos regulados em lei ou normativo.

Com taxas de juros de mercado altas para padrões internacionais, muitos se perguntam como é possível, no Brasil, a oferta de crédito de longo prazo. A resposta é ela ser concedida majoritariamente na forma de *créditos direcionados*, sob a liderança de três grandes bancos públicos federais.

O crédito para investimentos das empresas é realizado, em grande parte, por meio de operações diretas e repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Os

financiamentos habitacionais são, em grande parte, concedidos no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), sendo a principal instituição financiadora a Caixa Econômica Federal (CEF). O crédito rural é especialidade do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), que tem o Banco do Brasil como principal agente financiador.

Talvez a mais importante questão relacionada a créditos direcionados é muitas vezes tomar-se as taxas de juros e *spreads* bancários calculados com base nas taxas referenciais do crédito livre como representativas do custo médio do crédito bancário no Brasil.

De fato, esses indicadores são referenciais importantes do mercado de crédito brasileiro, mas não podem ser tomados como representativos do custo médio do crédito bancário, sem considerar a presença dos créditos direcionados. Eles têm custos mais baixos.

Lundberg (2011) apresenta uma série de gráficos com comparações entre o nível dos juros e *spreads* bancários calculados com base nas taxas referenciais do crédito livre e estimativas do custo médio das operações bancárias, incluindo-se o crédito direcionado, com uso de dados mensais relativos aos juros livres consolidados (média consolidada das taxas pré-fixadas, pós-fixadas e flutuantes) e os saldos totais do crédito livre, com desagregação entre pessoas físicas e jurídicas. Mostra também os dados dos saldos das operações direcionadas (BNDES), crédito habitacional e rural, todos disponíveis no site do BCB (séries temporais).

Na ausência de dados estatísticos consolidados do custo efetivo médio das principais operações de crédito direcionado, foram utilizadas:

- a TJLP + 3% a.a. como *proxy* do custo dos financiamentos do BNDES;
- as taxas básicas fixadas para as aplicações rurais dos bancos com base nos depósitos a vista (8,75% a.a. até março de 2007 e 6,75% a.a. de abril de 2007 em diante) como *proxy* para os custos dos financiamentos rurais; e
- TR + 12% a.a. (teto legal das taxas cobradas nas operações realizadas pelas instituições do SBPE) como *proxy* das operações de crédito habitacional.

A taxa média do crédito direcionado, em dezembro de 2010, pouco abaixo de 10% a.a., era muito mais baixa e estável se comparada à média consolidada do crédito livre: terminou 2010 em 35,0% a.a. Dessa forma, nota-se que o custo bancário médio total (estimado em 22,0% a.a.) é cerca de 13 p.p. inferior aos juros calculados para o crédito livre.

No caso das operações com pessoas jurídicas, a taxa média do crédito direcionado (BNDES + rural) também é mais baixa e estável em relação aos juros médios do crédito livre, terminando 2010 com valores respectivos de 9,6% a.a. e 27,9% a.a., fazendo o custo médio do crédito para as empresas atingir aproximadamente 19,7% a.a.

No caso das operações com pessoas físicas, os juros do crédito direcionado (habitacional) são muito mais baixos face aos do crédito livre.

Os mesmos dados utilizados para o cálculo dos juros bancários médios do SFN foram a base para a estimativa dos *spreads* bancários médios totais e do crédito direcionado. Os números estimados para os *spreads* do crédito direcionado são ainda mais estáveis se comparados aos mesmos valores dos juros.

No caso do crédito do BNDES, o *spread* médio utilizado nas estimativas foi de 3% a.a., dado a TJLP representar o juro básico de captação do BNDES.

No caso do crédito rural, os *spreads* são as mesmas taxas de juros básicas da modalidade (8,75% e 6,75% a.a.), tendo em vista a taxa de captação considerada ser a dos depósitos a vista com custo zero.

No caso do crédito habitacional, o *spread* considerado foi de 5,83% a.a., ou seja, a diferença entre o custo considerado dos créditos do SFH (TR + 12% a.a.), e o custo dos recursos das cadernetas de poupança (TR + 0,5% a.m. ou TR + 6,17% a.a.).

Dessa forma, o *spread* médio dos créditos direcionados atingiu 4,2 p.p. ao ano, em dezembro de 2010. Então, o *spread* bancário médio consolidado foi de 16,5 p.p., no mesmo período, ou cerca de 7 p.p. menor se comparado ao *spread* do segmento livre (23,5 p.p.),

## Atuação dos Bancos Públicos Federais no período 2003-2010

Victor Leonardo F. C. de Araújo, Marcos Antônio Macedo Cintra, Luciana Acioly e André Calixtre analisaram a atuação dos bancos públicos federais, no período 2003-2010, em Comunicado IPEA, publicado em 10 de agosto de 2011.

O sistema bancário brasileiro passou, durante a segunda metade da década de 1990, por grandes transformações. Elas resultaram em uma diminuição do número de instituições e na entrada de bancos estrangeiros.

Nesse contexto, os bancos públicos também sofreram importantes modificações. O Banco do Brasil (BB) e a Caixa Econômica Federal (CEF) foram reestruturados, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) passou a atuar nas reformas liberais do Estado, à frente do programa de privatizações das empresas estatais, e as instituições financeiras estaduais foram privatizadas sob o comando do Banco Central.

Essas transformações foram condicionadas por um amplo conjunto de fatores de natureza macroeconômica, estrutural e regulatória. Dentre esses, destacam-se uma relativa estabilidade dos preços, promovida pelo Plano Real, a adesão ao Acordo de Basileia, a integração do sistema bancário doméstico com o internacional, seja pela maior liberdade de entrada e saída de investimentos estrangeiros e nacionais, seja pela maior presença de instituições estrangeiras.

Nesse período, é possível caracterizar a atuação dos bancos públicos federais em pelo menos quatro grandes dimensões.

A primeira diz respeito à *atuação setorial, sustentando os segmentos industrial, rural e imobiliário, em distintas fases dos ciclos de crédito*. Muito embora o estoque de crédito dos bancos privados tenha crescido entre 2004 e 2008 a taxas mais elevadas se comparadas às dos bancos públicos, estes tiveram um desempenho relevante quanto ao crédito setorial.

O fomento ao desenvolvimento constitui uma típica função dos bancos públicos, em particular (mas não exclusivamente) no

provimento de financiamento de longo prazo, modalidade onde o setor bancário privado brasileiro pouco atua. Em geral, utilizando-se de fontes externas, faz apenas repasses.

O BNDES persiste como o principal banco de fomento brasileiro – figurando entre os maiores do mundo entre os seus congêneres. A função de fomento não lhe é restrita, uma vez que também é executada pelo BB – a maior instituição de crédito rural – e pela CEF – maior no financiamento habitacional. Essas instituições também fornecem capital de giro para indústria, comércio e serviços, modalidade fundamental para sustentar as decisões de produção dos empresários, bem como crédito para o consumo das famílias.

A segunda forma de atuação dos bancos públicos federais é o *desenvolvimento regional*, também executado pelo BNDES, BB e pela CEF, dadas suas próprias dimensões e suas múltiplas operações de fomento. Além dessas instituições, o Banco do Nordeste do Brasil (BNB) e o Banco da Amazônia (Basa) – organizados como bancos múltiplos – desempenham papel crucial no desenvolvimento regional, constituindo canais de direcionamento do crédito para fomentar o desenvolvimento econômico e a infraestrutura das respectivas regiões.

A terceira forma é a *atuação anticíclica da oferta de crédito*. Com o aprofundamento da crise financeira global no quarto trimestre de 2008, os bancos privados retraíram o crédito, o qual foi sustentado pelos bancos públicos, que atuaram de forma anticíclica para contrapor os efeitos recessivos oriundos da retração do crédito privado (interno e externo).

A quarta forma de atuação dos bancos públicos federais é a *expansão da bancarização das classes de menor renda*. Antes de 2003, era baixo o acesso da população trabalhadora informal a bancos e crédito.

O Comunicado 105 do IPEA apresenta e analisa as funções desempenhadas pelos três bancos públicos federais brasileiros de atuação nacional: BB, CEF e BNDES. Destaca seu papel:

- i) *no fomento ao desenvolvimento econômico*, ao direcionar crédito para setores específicos; e

- ii) *na ação anticíclica*, especialmente após a crise financeira de 2008.

Os setores analisados são: indústria, agricultura e habitação. Eles tradicionalmente constituem setores de atividades onde o setor privado deixa lacunas, seja porque envolvem operações de prazo longo e incompatíveis com suas estruturas de *funding*, seja porque são setores econômicos cujos riscos lhes são inerentes, os quais o setor privado nem sempre está disposto a assumir.

Os dados e os argumentos apresentados salientaram a importância dos bancos públicos federais em sua tradicional e histórica função de fomentar o desenvolvimento econômico brasileiro, em particular no financiamento de longo prazo dos grandes projetos de investimento, no financiamento dos setores industrial, agrícola e habitacional, suprimindo importantes lacunas deixadas pela iniciativa privada. O BNDES atua no financiamento de longo prazo, especialmente à indústria, o BB no financiamento ao setor rural e a Caixa no crédito habitacional.

Pelos aspectos discutidos, a atuação dos bancos públicos federais surgiu como solução para problemas de natureza estrutural da economia brasileira. A crise financeira mostrou, também, os bancos públicos poderem contribuir para suavizar movimentos recessivos do ciclo econômico, em uma atuação nitidamente conjuntural.

Nesse particular, a atuação dos bancos públicos ajudou a controlar o pânico atingido pelos bancos privados, nacionais e estrangeiros, cuja aversão ao risco desencadeou uma contração abrupta do crédito. Os bancos públicos, com uma função de preferência pela liquidez diferente dos seus congêneres privados, contribuíram para mitigar os efeitos da crise pelo canal do crédito.

O Comunicado do IPEA 105 salientou, a despeito do papel relevante desempenhado pelos bancos públicos na economia brasileira, não parecem capazes de responder sozinhos a uma aceleração persistente da demanda por recursos. Haverá sempre a necessidade de uma ação compartilhada entre as instituições públicas e as privadas, para sustentar um processo acelerado de desenvolvimento econômico e social.

## Retórica Golpista: Contabilidade Criativa e Finanças Públicas

Infelizmente, nem todos os economistas pensam igual aos desenvolvimentistas a respeito do papel-chave dos bancos públicos e do crédito direcionado. Seus opositores são corresponsáveis em um *crime lesa-pátria*: interromper a Era Social-Desenvolvimentista com um golpe de Estado semi-parlamentarista e conduzir a economia brasileira para uma *estagdesigualdade* (estagnação e concentração de renda e riqueza) com a volta de economistas neoliberais ao Poder Executivo.

Leonardo Ribeiro e Felipe Salto, quando eram assessores do senador José Serra (PSDB), publicaram um artigo (*Aside*, 9 de maio de 2016) para justificar o golpe semi-parlamentarista. Em função da conspiração palaciana, o vice-presidente golpista Temer (PMDB) nomeou o patrão para o cargo de Ministro das Relações Exteriores do Brasil, no período 12 de maio de 2016 até 22 de fevereiro de 2017.

Comemoravam a deposição da Presidenta eleita, dizendo: “a falta de transparência fiscal dos subsídios concedidos pelo BNDES é coisa do passado. Ao menos agora teremos um número para confrontar, diferentemente do que ocorreu entre 2008 e 2015, quando o banco de fomento recebeu centenas de bilhões do Tesouro para emprestar a juros subsidiados. A conta ficou escondida sob o tapete da sala de estar, por um bom tempo, até a apresentação e aprovação da emenda do senador José Serra a uma Medida Provisória apreciada ao Congresso no ano passado.”

Segundo os assessores, no caso de Salto depois agraciado com cargo de Diretor Executivo na Instituição Fiscal Independente (IFI), uma entidade auxiliar do Senado Federal do Brasil criada no ano de 2016, com “o objetivo de aumentar a transparência das contas públicas do país”: “a ‘emenda Serra’ introduziu na lei nº 13.132/15 o parágrafo dezessete, obrigando a, bimestralmente, a Secretaria do Tesouro Nacional apresentar relatório com as seguintes informações:

- (i) impacto fiscal das operações do BNDES e a metodologia de cálculo utilizada;
- (ii) valor dos restos a pagar inscritos nas operações de equalização de taxa de juros do BNDES.



Basta acessar o link para ter acesso aos dados, disponibilizados pelo governo golpeado: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/subsídios-do-tesouro-nacional-ao-bndes>

Há dois tipos de subsídios: um deles equivale à diferença entre a taxa cobrada pelo BNDES da empresa e os juros pagos pelo banco de fomento ao Tesouro (TJLP). O outro é a diferença entre a TJLP, recebida pelo Tesouro, e a Selic (em média) ou o custo médio da dívida emitido pelo Tesouro em favor do BNDES. O primeiro é chamado "financeiro". O segundo, "creditício".

Os financistas-golpistas ironizam, demonstrando sua ignorância da história financeira brasileira: "mera artimanha contábil, não custa reforçar".

Alegam, segundo a tabela III do relatório, o valor presente dos subsídios financeiros projetados por período de apuração era igual a R\$ 25,1 bilhões. O valor presente dos subsídios creditícios projetados (empréstimos da União ao BNDES) ultrapassava R\$ 170,0 bilhões. A conta global, portanto, era de R\$ 195,1 bilhões.

Apresentam a retórica tradicional: "a transparência nas ações do setor público precisa aumentar. Só quando nos deparamos com os custos das políticas públicas, temos a dimensão do chamado custo de oportunidade de alocar recursos em determinado objetivo ou política pública."

Daí apelam para o populismo de direita, sem analisar os financiamentos do BNDES, por exemplo, para a terceira maior hidrelétrica do mundo (Belo Monte) e a extração do petróleo pela Petrobras em águas profundas. Dizem: "ter gasto R\$ 195,1 bilhões com crédito subsidiado significa ter deixado de gastar com o Bolsa Família (R\$ 28 bilhões por ano), com a Educação (R\$ 110 bilhões por ano), etc."

Além de demonstrar os custos, também dizem precisarem saber os benefícios cada real de dinheiro público gasto gerou para a sociedade. Os idiotas sem saberem do malfeito à sua reputação profissional, demonstrando não lerem sequer o jornalismo econômico, perguntam: "os objetivos pretendidos foram alcançados? Se não foram, por quê? No caso do BNDES, por que não vimos a

formação bruta de capital fixo e os empregos crescerem? Para onde foi canalizado todo esse volume de empréstimos?”

Se esses economistas tivessem lido pelo menos as Contas Nacionais, saberiam no período de 2010-2014 a taxa de investimento (FBCF / PIB) ter ficado em patamar acima de 21%. É um imenso contraste com a queda posterior para cerca de 15%.

Os fiscalistas achavam mais importante paralisar o governo social-desenvolvimentista e propor a adoção do instrumento “*Spending Reviews*”, adotado por diversos países da OCDE, como parte da solução para esse problema. A ideia era, periodicamente, o governo produzir uma avaliação do tipo custo-e-benefício das políticas mais relevantes e mais custosas.

Por que deixaram de cobrar essa avaliação dos governos posteriores?!

Os assessores de um dos golpistas, tendo ele rasgado sua biografia política, optaram por uma posição pueril face à estratégia de desenvolvimento nacional. “A ‘emenda Serra’ foi um passo importante nessa direção, em uma das políticas que mais custaram ao erário nos últimos anos. É preciso manter esse objetivo no topo das prioridades da agenda nacional.”

A história do Brasil registra esta página triste, lastimável.

### Retórica Golpista: Contabilidade Paralela das Empresas Estatais

Mariana Pargendler e Bruno Meyerhof Salama são professores da FGV Direito SP e coordenadores do Núcleo de Direito, Economia e Governança (NDEG/FGV). Publicaram artigo no jornal Valor (11/05/2016), intitulado “A Contabilidade Paralela das Empresas Estatais”.

Apresentavam o argumento para o Golpe de 2016: “as pedaladas fiscais e os escândalos relacionados à Operação Lava-Jato estão no centro da crise por que passa o Brasil. No olho do furacão estão as empresas estatais. No caso das pedaladas, vários bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, BNDES) foram utilizados para financiar pagamentos de programas do governo, de forma a artificialmente reduzir o tamanho do déficit, em violação à

Lei de Responsabilidade Fiscal. Já no caso da Lava-Jato, a Petrobras, antes elogiada como exemplo de boa governança corporativa, protagoniza um escândalo de corrupção de proporções impressionantes, coroando um período marcado por intervenções políticas na administração da companhia.”

Para os coautores, esses problemas estavam intimamente ligados a uma regra de natureza contábil, prevista na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). Não analisaram de forma profunda a relação entre a estruturação dos Três Poderes republicanos e o autocontrole orçamentário. Aceitaram como dado o quadro institucional e econômico convencional. Extrapolaram a prática das finanças corporativas para as finanças públicas.

Eles argumentaram como contabilistas sem visão dinâmica em longo prazo: “os resultados dos bancos públicos nunca foram considerados para fins de cálculo do superávit (ou déficit) primário, que apenas contempla resultados não financeiros”.

Denunciaram: “a exclusão de certas empresas estatais não financeiras (notadamente, Petrobras e, logo depois, Eletrobrás) é fruto de mudanças legislativas relativamente recentes na Lei de Diretrizes Orçamentárias. A Petrobras deixou de ser considerada pela União para fins de cálculo do resultado primário a partir de 2009 e a Eletrobrás, a partir de 2010”.

A justificativa para a exclusão da Petrobras e da Eletrobrás, utilizada à época, foi ser necessário liberar a capacidade de investimentos dessas companhias para elas pudessem dar impulso às suas atividades sem as “amarras” impostas pelas metas de superávit primário do governo. Esse *argumento desenvolvimentista* destacava a Petrobras necessitar de investimentos reconhecidamente vultosos para a exploração do pré-sal. Era uma questão estratégica para a Nação.

Com o beneplácito do Congresso Nacional, Petrobras e Eletrobrás foram retiradas dos demonstrativos fiscais do governo. Tornaram-se, como se costuma dizer, “*off balance sheet*”. Para a retórica golpista, isso era “contabilidade paralela”.

Demonstrando não terem capacidade analítica de pensar o financiamento da economia em termos dinâmicos, mas apenas como

contabilidade estática de resultado de fim-de-ano, os coautores do citado artigo pensam ter havido “maquiavelismo” (ou teoria conspiratória) no plano desenvolvimentista. A *paranoia anticorrupção* foi largamente usada (e abusada) na manipulação da opinião-pública.

Na verdade, os coautores consideravam a contabilidade estatal adequada e imexível. Não reconheciam o indicador de Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) ter sido arbitrariamente trocado pela Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) por ser objeto de especulação e debate oportunista pelos golpistas – ambiciosos de assumir o Poder Executivo sem serem eleitos. Na cadente DLSP não se registrava os repasses ao BNDES e o IHCD para os bancos públicos federais. Eram ativos governamentais, remunerados por juros e dividendos dos lucros dos bancos estatais.

A DLSP indica o saldo entre as dívidas e os créditos do setor público não financeiro e do Banco Central. Grosso modo, representa a diferença entre as posições do governo como credor e como devedor. Anteriormente, a DLSP era o principal indicador da solvência do país.

Porém, os coautores acadêmicos e cúmplices na defesa da argumentação golpista questionavam a exclusão das estatais do seu cálculo e a realização de triangulações contábeis. “Será realmente essa a verdadeira posição financeira do governo? Isso aumentou a insegurança e minou a confiança pública”. Ora, ora, o investimento esteve em torno de 21% do PIB e o desemprego em queda até o fim da Era Social-Desenvolvimentista em 2014.

Curiosamente, destacavam “a verdadeira *posição financeira* do governo” sem análise da verdadeira *posição econômica* da Nação com os investimentos em energia e infraestrutura realizados. Eram exigentes de longo prazo de maturação – e não em “um ano contábil”.

A argumentação da retórica golpista confundia a investigada e punida corrupção de alguns dirigentes com a distorção dos “incentivos para a administração das empresas estatais escondidas”. Apelavam, explorando a comoção pública com os arbítrios da Operação Lava-Jato, mancomunada com o juiz ambicioso de poder, para o mau exemplo de uma diretoria da Petrobras, inclusive trocada pela Presidenta.

Pior, apresentaram um argumento pueril em termos econômicos: “em época de crise fiscal, quem é que pensa para além do curto prazo?”

O reducionismo retórico dos juristas era espantoso, não entendendo nada de financiamento em longo prazo na construção de infraestrutura energética.

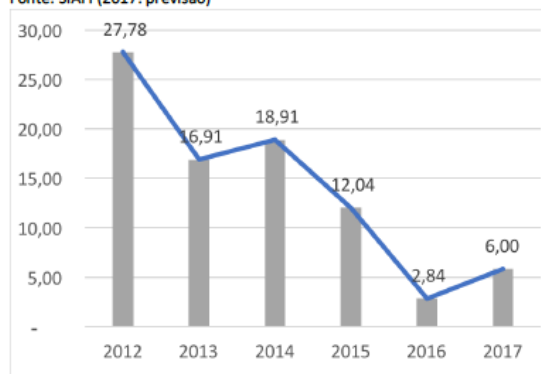
“Estimulou-se, assim, a *perseguição de políticas públicas custosas por meio da Petrobras*, cujas receitas minguantes e despesas crescentes (inclusive em razão da corrupção) deixaram de aparecer ‘na foto’ do governo federal. Como se vê, a crise brasileira tem também uma origem em uma singela mudança de lei orçamentária. O diabo de fato mora nos detalhes”.

Os coautores não analisam dados. Historicamente as empresas do setor financeiro, principalmente BNDES, Caixa e Banco do Brasil, são as maiores pagadoras de dividendos e juros sobre o capital próprio, seguidas pela Petrobras. Esta apurou prejuízo nos exercícios de 2014, 2015 e 2016, devido à queda da cotação do petróleo e ao ataque da Operação Lava-Jato, o que a impediu de remunerar os seus acionistas.

**Gráfico 15**  
**Dividendos arrecadados pela União**

Dados em R\$ bilhões.

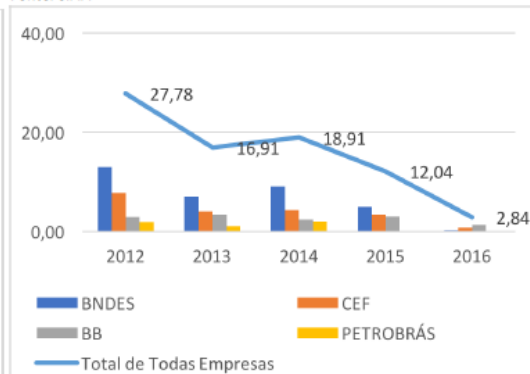
Fonte: SIAFI (2017: previsão)



**Gráfico 16**  
**Maiores pagadoras de dividendos à União**

Dados em R\$ bilhões.

Fonte: SIAFI



Em média, o BB, o BNDES, a Caixa e a Petrobras foram responsáveis por mais de 90% da receita de dividendos arrecadada entre 2012 e 2015, alcançando 80% em 2016. No dia 17 de abril de 2016, houve a vergonhosa votação na Câmara para dar uma aparência legal à deposição da Presidenta eleita.

Maiores pagadoras de dividendos à União			Arrecadação de dividendos pelo regime de caixa			Dados em: R\$ milhões.	
Empresa	2012	2013	2014	2015	2016	SOMA	Participações
BNDES	12.937,77	6.998,66	9.079,68	4.972,00	217,45	34.205,56	47%
CEF	7.700,00	4.000,00	4.356,36	3.398,98	738,66	20.194,00	28%
BB	2.859,69	3.455,46	2.412,95	2.997,68	1.328,07	13.053,85	18%
PETROBRÁS	1.886,62	1.015,54	2.012,67	0,00	0,00	4.914,83	7%
<b>Maiores Pagadoras (A)</b>	<b>25.384,08</b>	<b>15.469,66</b>	<b>17.861,66</b>	<b>11.368,66</b>	<b>2.284,18</b>	<b>72.368,24</b>	<b>100%</b>
<b>Arrecadação total (B)</b>	<b>27.775,05</b>	<b>16.909,23</b>	<b>18.905,53</b>	<b>12.044,36</b>	<b>2.835,83</b>	<b>Média</b>	
<b>Relação A/B</b>	<b>91,39%</b>	<b>91,49%</b>	<b>94,48%</b>	<b>94,39%</b>	<b>80,55%</b>	<b>90,46%</b>	

Fonte: SIAFI - Aspectos Fiscais do Relacionamento do Tesouro Nacional com suas Participações Societárias Ano-base, dezembro de 2016

Em termos de representatividade, a receita de dividendos alcançou o montante 2,62% da receita primária total do Tesouro Nacional no ano de 2012. Nos anos seguintes, a proporção caiu. Em 2016, durante a Grande Depressão (queda bienal do PIB de -7,2%), provocada fundamentalmente pela elevação dos juros básicos (Selic) de 7,25% aa em abril de 2013 para 14,25% aa em agosto de 2015, mantendo esse patamar (equivalente a 1,1% ao mês) por catorze meses até outubro de 2016, foi de apenas 0,22% daquela receita.

### Visão Geral e Informações Econômico-Financeiras do BNDES

Na tentativa de combater a retórica golpista remanescente na opinião não-especializada (e aproveitada pelo viés de políticos profissionais oportunistas), a direção do BNDES fez uma apresentação para o Governo de Transição em novembro de 2018. Pouco adiantou. Somente depois de consultoria norte-americana, muito bem paga em dólares, ter desmitificado a chamada irresponsavelmente de “a caixa-preta do BNDES”, os neocolonizados submissos aos *United States* se calaram.

O BNDES era subordinado ao MPDG (Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão) e prestava contas ao Ministério da Fazenda, Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, Secretaria da Receita Federal, Tesouro Nacional e Superintendência de Seguros Privados. Os levianos formadores de opinião-pública neoliberais não costumam destacar essa parafernália de fiscalizações para atender a paranoia anticorrupção brasileira – sem atender para a questão educacional, isto é, a má educação moral dos corruptos.

Em uma visão geral, o BNDES vem há mais de 60 anos financiando o crescimento do Brasil. É a principal fonte de financiamento de longo prazo na economia brasileira, ou seja, é um instrumento fundamental e imprescindível para qualquer estratégia

de governo – fora a dos adeptos do Estado mínimo – de crescimento sustentado. Ele faz:

- i) financiamento à infraestrutura,
- ii) financiamento a MPMEe,
- iii) apoio à inovação,
- iv) coordenação de projetos de privatização, concessão e PPP,
- v) estímulo ao mercado de capitais.

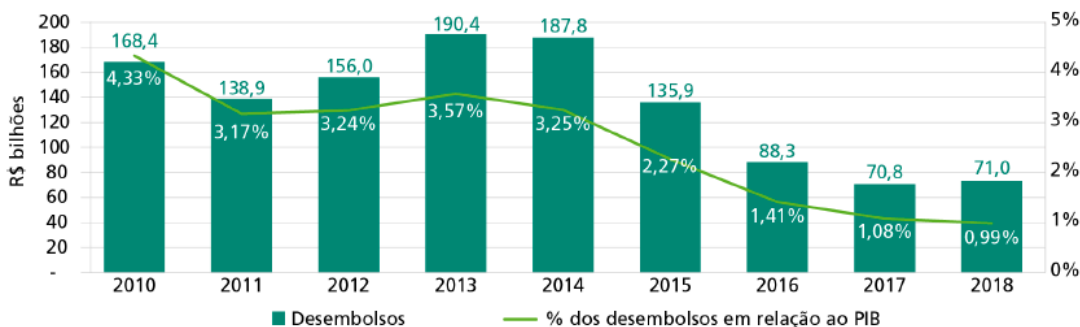
A excelência do corpo funcional e experiência acumulada no financiamento aos principais projetos do país por mais de 60 anos se deve a apenas 2695 empregados, 81% com nível superior. Desses, 64% têm pós-graduação.

Sua governança corporativa obteve Nota 9,5 no Índice de Governança de Empresas Estatais Federais (IG-Sest). Sua estrutura decisória é compartilhada, com diversos colegiados como: Comitê de Elegibilidade de Operações e Crédito, Comitê Gerencial, Comitê Deliberativo de Mercado de Capitais, entre outros.

Tem foco cada vez maior na transparência. O Site do BNDES disponibiliza informações sobre todas as operações contratadas desde 2002: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia>. Diversas ações tomadas nos últimos anos para garantir a integridade na atuação do BNDES, inclusive houve a criação do Programa de Integridade do Sistema BNDES em 2016.

Entretanto, com o golpismo e a conseqüente depressão e estagnação da economia brasileira, seu desempenho operacional apresentou um histórico recente medíocre. Em processo de realimentação, a recessão econômica e o ajuste do tamanho do banco em direção ao Estado mínimo levaram à queda dos desembolsos nos últimos anos. Esteve longe de um patamar próximo à média histórica de desembolsos de cerca de 2% do PIB.

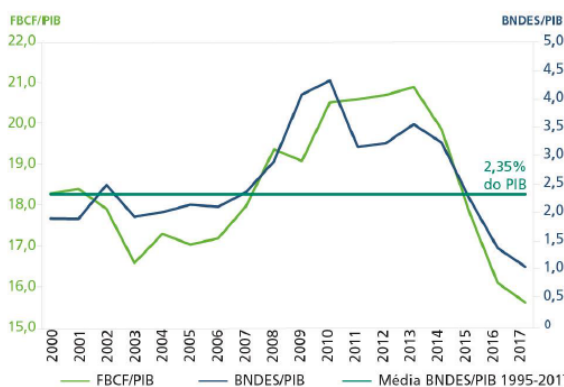
Desembolsos totais (R\$ bilhões) e participação (%) em relação ao produto interno bruto (PIB) – 2010 a 2018



Fonte: Elaboração própria com base em dados do IBGE.  
Nota: Os desembolsos de 2018 consideram a previsão para o 4º trimestre.

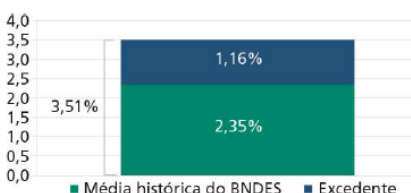
Há forte correlação do desempenho do banco com a taxa de investimento da economia. A retomada de crescimento da economia brasileira demandará participação do mercado de capitais e do BNDES no financiamento aos investimentos.

FBCF e desembolsos do BNDES - 2000 a 2017 (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria, com base em dados do IBGE.

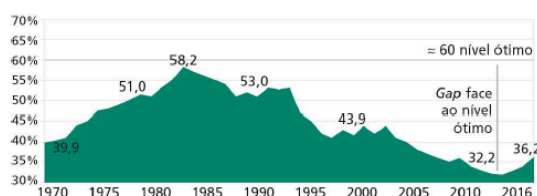
Média de desembolsos do BNDES - 2010 a 2014 (% do PIB)



Fonte: Elaboração própria.

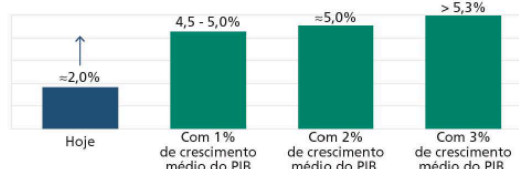
Para fechar o *gap do estoque de infraestrutura* é necessário, pelo menos, o aumento de 2,5% na taxa de investimento/PIB a.a. no setor. Isso equivale a cerca de R\$ 160 bilhões ao ano.

Peso do estoque de infraestrutura (% do PIB)



Fonte: FRISCHTAK, C.; MOURÃO, J. Ipea, 2017 Roland Berger.

Taxa anual de investimentos em infraestrutura necessária para o estoque atingir o nível ótimo até 2035



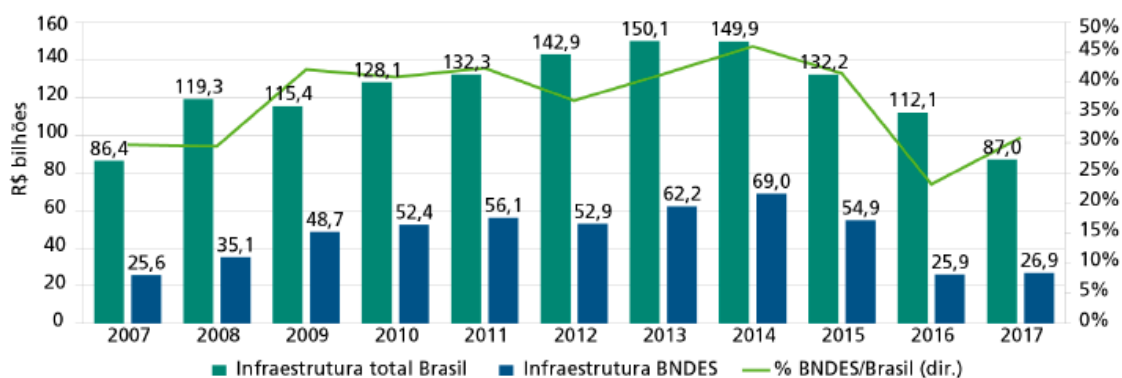
Fonte: FRISCHTAK, C.; MOURÃO, J. Ipea, 2017 Roland Berger.

Mesmo se o BNDES voltasse a sua máxima histórica de R\$ 69 bilhões para a infraestrutura, o que neste governo com meta



ideológica de alcançar o Estado mínimo não é factível, ainda faltariam R\$ 90 bilhões de outras fontes. Para comparação, foram emitidos apenas R\$ 9,1 bilhões em debêntures de infraestrutura em 2017 e R\$ 14,4 bilhões em 2018 até setembro. Será necessária expansão dos desembolsos do BNDES e aprofundamento do mercado de capitais para fazer frente ao volume de investimentos em infraestrutura necessários.

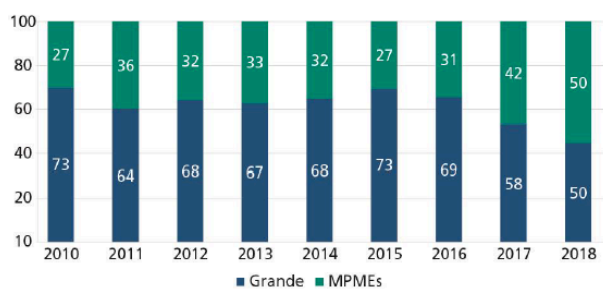
### Investimentos em infraestrutura



Fonte: FRISCHTAK, C.; MOURÃO, J., Ipea, 2017 Roland Berger, BNDES.

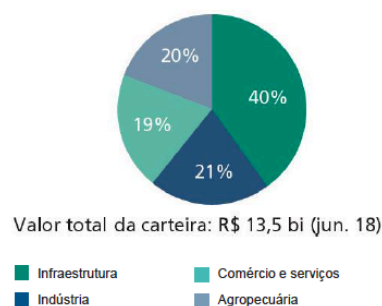
Para se preparar para o ciclo de retomada da economia, o BNDES necessita reorientar o foco de sua atuação para MPMEs e Infraestrutura.

### Desembolsos por Porte



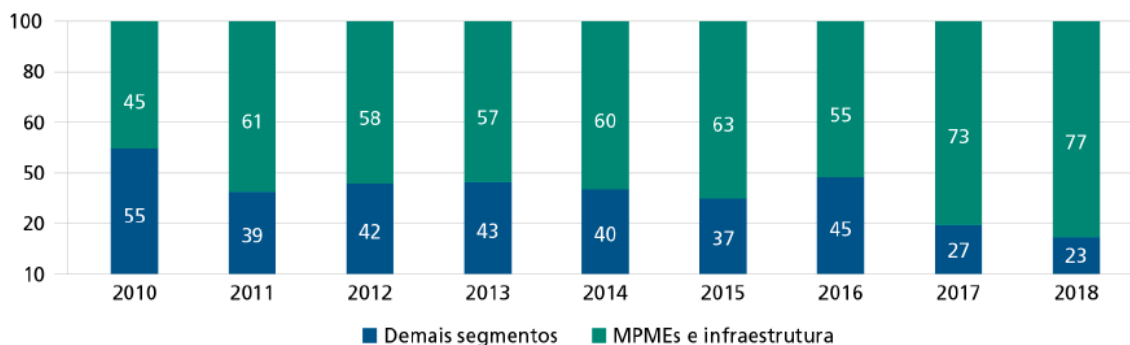
Fonte: Elaboração própria.

### Desembolsos do BNDES por setor, 2018 (até setembro)



A reorientação fica ainda mais clara ao se observar o desembolso agregado para MPMEs e Infraestrutura. O valor de cada ano não é a soma direta das participações em função da existência de sobreposição no caso de MPMEs do setor de infraestrutura.

Participação de MPMEs e infraestrutura no total desembolsado pelo BNDES, 2010 a setembro de 2018 (%)

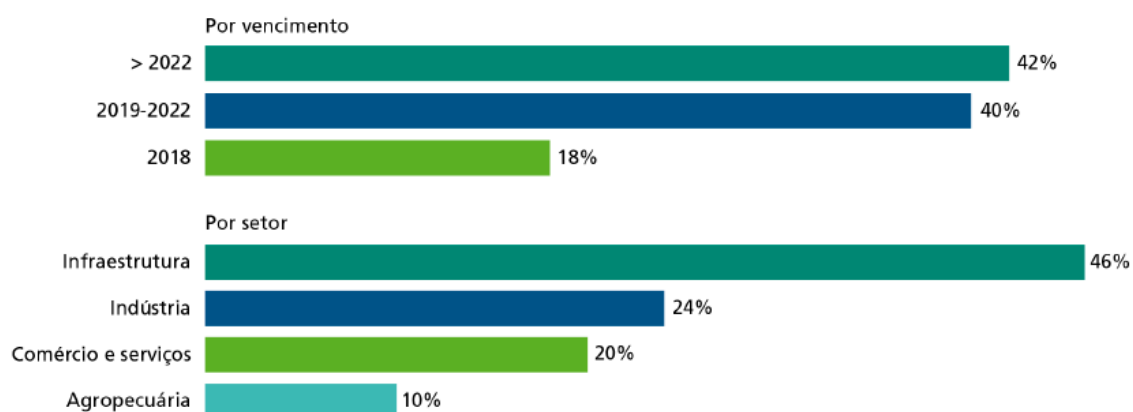


O BNDES prioriza também o *desenvolvimento regional*, ao buscar financiar projetos em regiões com maior necessidade de investimentos. As regiões têm parcela nos desembolsos maior em relação a sua participação no PIB, exceto o Sudeste (54% no PIB e 37,7% dos desembolsos). As demais regiões têm as seguintes participações no PIB: Norte, 5,4%; Nordeste, 14,2%; Centro-Oeste, 9,7%; Sul, 16,8%. Recentemente, tem se ampliado a participação do Norte e Nordeste nos desembolsos do Banco.

% Desembolso	1997	2007	2017
Norte	1,9	5,3	5,4
Nordeste	13,5	8,2	20,0
Centro-Oeste	8,4	8,9	11,9
Sudeste	56,2	57,9	37,7
Sul	20,0	19,7	25,0

A abertura da carteira de crédito mostra o papel de financiador de longo prazo e o foco em infraestrutura.

#### Perfil e composição da carteira de crédito



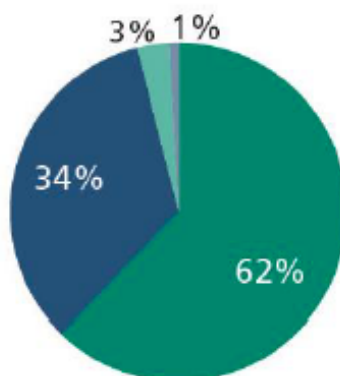
Em junho/18 a carteira de participações totalizou R\$ 85,6 bilhões e a de debêntures R\$ 13,5 bilhões.

### Carteira de Participações

R\$ milhões, exceto percentuais

(jun/18)	SET/18	%	JUN/18	%	DEZ/17	%
<b>Não Coligadas</b>	<b>83.856</b>	<b>85,6</b>	<b>70.269</b>	<b>82</b>	<b>66.777</b>	<b>81,6</b>
Petrobras	44.923	45,8	35.539	41,5	35.283	43,1
Vale S/A	23.202	23,7	19.884	23,2	16.115	19,7
Suzano	4.093	4,2	3.375	3,9	1.404	1,7
Eletrabras	3.638	3,7	3.179	3,7	4.882	6
Klabin	1.116	1,1	1.097	1,3	751	0,9
AES Tietê Energia	1.067	1,1	1.084	1,3	1.430	1,7
Outras	5.817	5,9	6.111	7,1	6.912	8,5
<b>Coligadas</b>	<b>14.015</b>	<b>14,3</b>	<b>13.491</b>	<b>15,8</b>	<b>13.244</b>	<b>16,2</b>
JBS	6.338	6,5	5.711	6,7	5.714	7
Fibria Celulose	2.842	2,9	2.707	3,2	2.519	3,1
Copel	2.273	2,3	2.163	2,5	1.917	2,3
Marfrig	661	0,7	998	1,2	1.172	1,4
Outros	1.901	1,9	1.912	2,2	1.922	2,4
<b>Outros</b>	<b>1.968</b>	<b>0,1</b>	<b>1.883</b>	<b>2,2</b>	<b>1.793</b>	<b>2,2</b>
<b>Total</b>	<b>99.839</b>	<b>100</b>	<b>85.643</b>	<b>100</b>	<b>81.814</b>	<b>100</b>

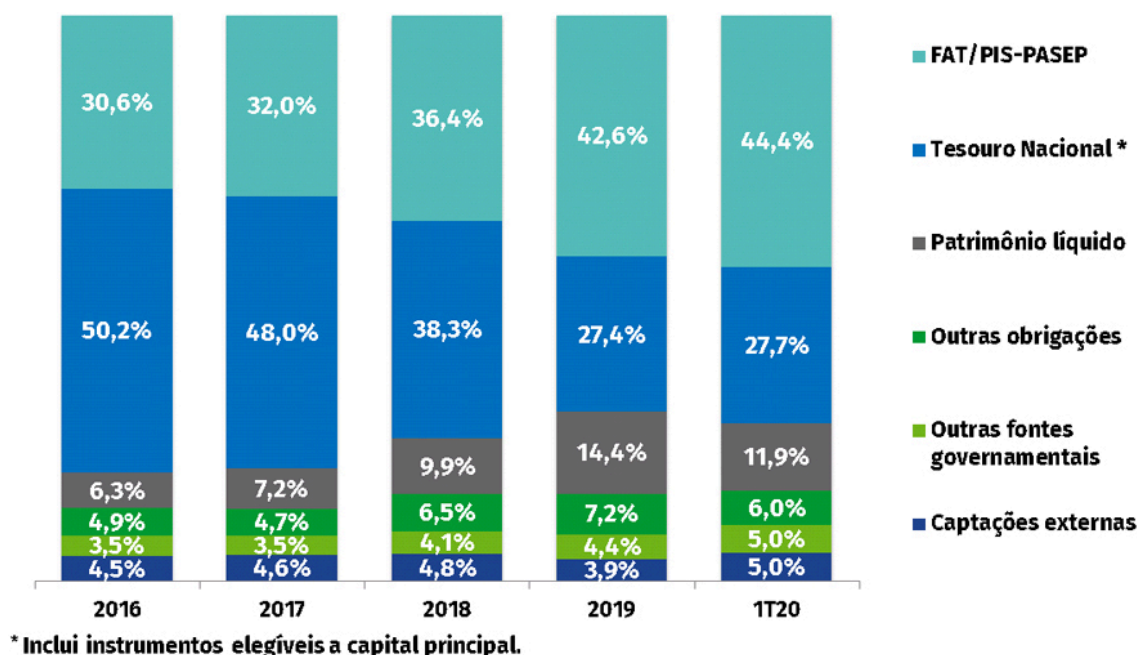
### Distribuição da carteira de debêntures por setor – jun. 2018 (%)



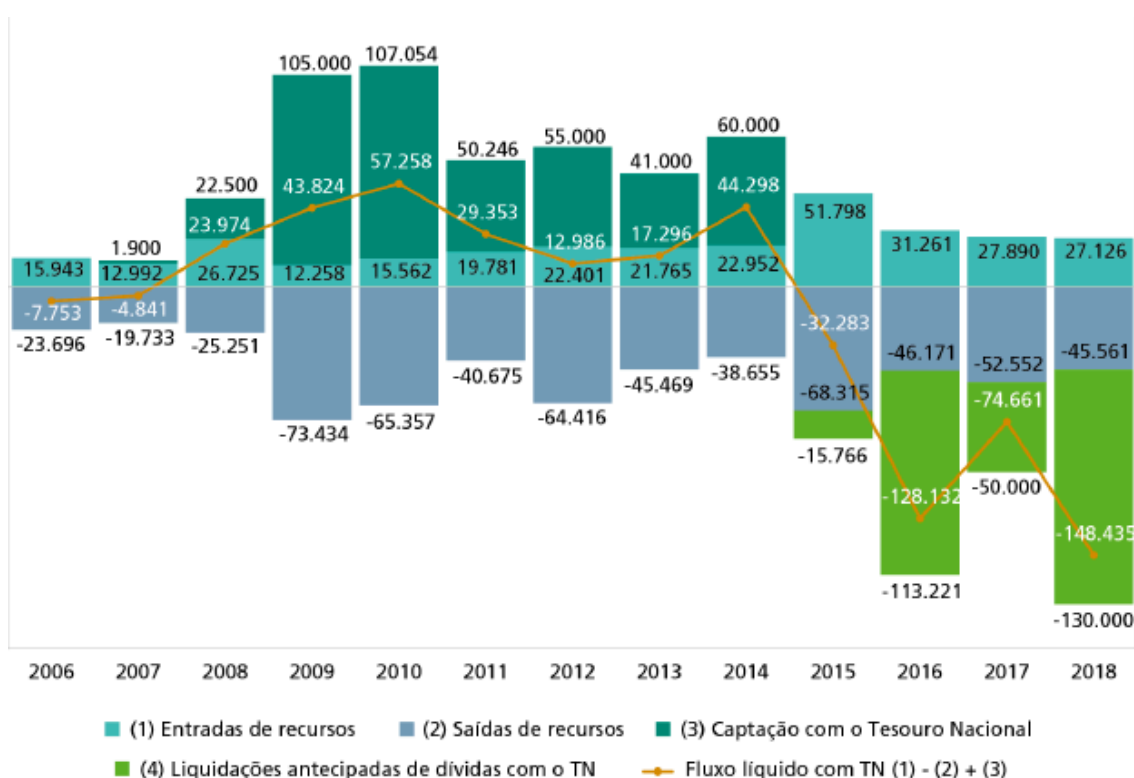
Valor total da carteira: R\$ 13,5 bi (jun. 18)



As principais fontes de recursos do BNDES são o FAT, o Fundo PIS-Pasep, o Tesouro Nacional e emissões de títulos no mercado interno e externo.



O fluxo líquido acumulado entre BNDES e Tesouro, no período de 2006 a 2018, foi deficitário para o BNDES em R\$ 148 bilhões.



A renegociação forçada da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional, antecipando sua amortização, reduziu a *duration* da mesma de 27 para 11 anos. A renegociação também alterou indexadores para TJLP, Selic e TLP, a depender do ativo correspondente (antes apenas TJLP). A última amortização caiu de 2060 para 2040.

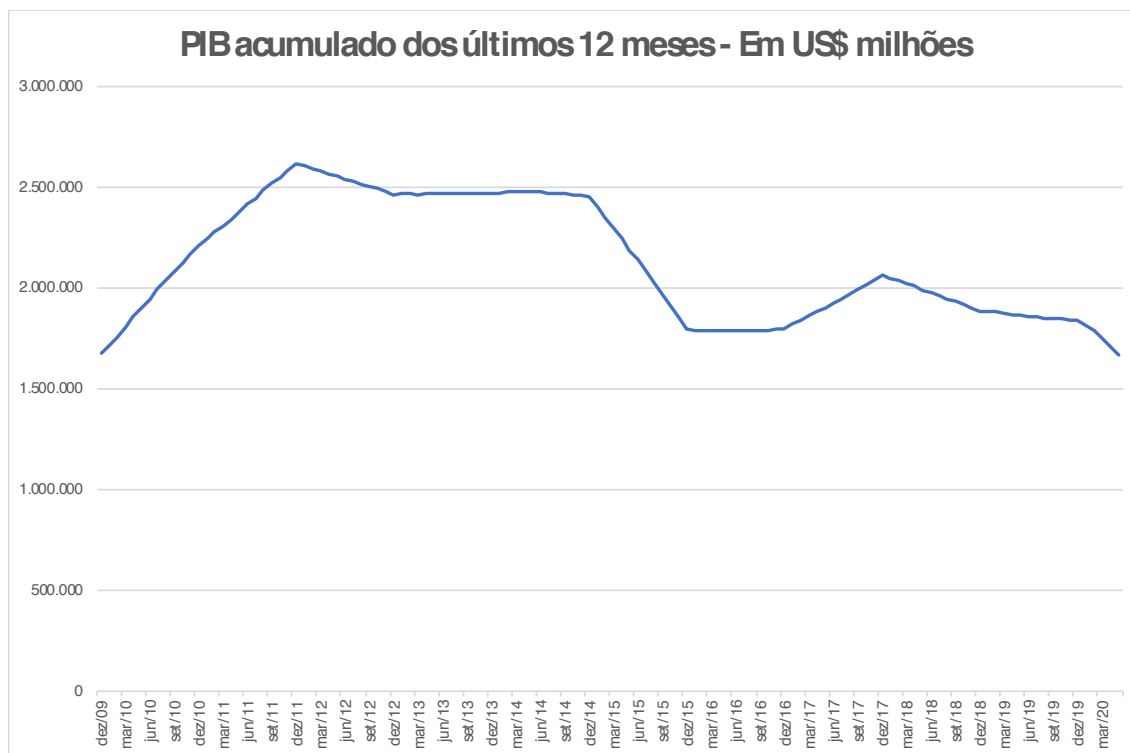
Entre outras medidas dos golpistas contra a atuação dos bancos públicos federais e com o pressuposto equivocado de se dirigir em favor dos bancos privados, embora seus nichos de atuação sejam totalmente distintos, está a Resolução 4.679/18 do CMN. Determina a exclusão completa do FAT do cálculo do Patrimônio de Referência (PR), linearmente até 2029. A redução será de R\$ 5,3 bilhões por ano, totalizando R\$ 52,7 bilhões até 2029, atualmente considerados no cálculo do PR.

Provocará dois impactos contra a possibilidade de alavancagem financeiro do BNDES de empréstimos ao setor não-financeiro:

- i) redução do Índice de Basileia em 1/3;
- ii) redução do limite de exposição ao setor público em cerca de R\$ 23,7 bilhões (limite de 45% do PR).

### Crédito Ampliado ao Sistema Não-Financeiro

Uma visualização da decadência da economia brasileira após o fim da Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014) e volta da Velha Matriz Neoliberal (2015-2020) está no gráfico com o PIB acumulados dos últimos 12 meses em dólares. Indica o poder aquisitivo da renda nacional na economia mundial.



Após a recessão de 2009, o PIB brasileiro baixou para US\$ 1.672 bilhões. Em dezembro de 2011, atingiu seu pico de US\$ 2.614 bilhões. Baixou para o patamar médio de US\$ 2.491 bilhões nos três anos seguintes. Por conta da depreciação da moeda nacional, da Grande Depressão (2015-2016) e do golpismo, no mês de maio de 2016 atingiu o fundo do vale com US\$ 1.785 bilhões. Foi uma queda de 32% em relação ao pico.

A média nesse vale, durante um quadriênio (maio 2016 – maio 2020), esteve em US\$ 1.882 bilhões. Mas com a pandemia e o governo inepto a economia brasileira mergulhou em nova Grande Depressão, despencando desse valor médio em dezembro de 2018 (US\$ 1.885 bilhões) para US\$ 1.669 bilhões em maio de 2020.

A estatística de *crédito ampliado ao setor não financeiro* compreende, além das operações de crédito do Sistema Financeiro Nacional (SFN) – empréstimos e financiamentos concedidos por bancos e outras instituições financeiras –, as operações de crédito dos demais setores institucionais residentes, os títulos de dívida públicos e privados e os créditos concedidos por não residentes (dívida externa). A estatística passou a ser divulgada mensalmente pelo Banco Central do Brasil (BCB) a partir de maio de 2019 na Nota para a Imprensa – Estatísticas Monetárias e de Crédito e no Sistema

Gestor de Séries Temporais (SGS). A série temporal tem início em janeiro de 2013.

Ela busca fornecer visão abrangente das principais fontes de recursos utilizadas para o financiamento dos setores público e privado não financeiros da economia brasileira. Dessa forma, permite aferir sua dimensão e a participação relativa de seus principais componentes, bem como padrões de complementaridade e de substituição entre eles. A estatística contribui ainda para análises comparativas do nível e do perfil de endividamento do governo, das empresas e das famílias.

A convergência ao padrão internacional, além de possibilitar a comparação internacional, favorece a consistência com outras estatísticas macroeconômicas, tais como fiscais, do setor externo e contas financeiras. Porém, a estatística de crédito ampliado ao setor não financeiro é complementar às demais estatísticas de crédito divulgadas regularmente pelo BCB. Para essa nova estatística estão disponíveis apenas informações de saldos. Não compõem o escopo da estatística de crédito ampliado, portanto, concessões, taxas de juros, spreads, prazos e inadimplência, cuja abrangência permanece restrita às operações de crédito do SFN.

**Tabela 32 – Crédito ampliado ao setor não financeiro**  
Em % do PIB

Período	Total	Empréstimos e financiamentos				Títulos de dívida <sup>4/</sup>				Dívida externa			
		Total	SFN <sup>5/</sup>	Outras soc. financeiras <sup>2/</sup>	Fundos soc. governamentais <sup>3/</sup>	Total	Títulos públicos <sup>6/</sup>	Títulos privados <sup>6/</sup>	Securitized <sup>7/</sup>	Total	Empréstimos	Títulos emitidos no mercado externo	Títulos emitidos no mercado doméstico <sup>8/</sup>
Data													
jan/13	108%	51%	49%	1%	1%	39%	33%	4%	2%	17%	9%	4%	5%
dez/13	113%	53%	51%	1%	1%	39%	32%	4%	2%	21%	12%	4%	6%
dez/14	118%	55%	52%	1%	1%	38%	31%	5%	2%	25%	15%	4%	7%
dez/15	133%	57%	54%	1%	2%	43%	36%	4%	2%	33%	21%	4%	8%
dez/16	128%	53%	50%	1%	2%	48%	41%	4%	3%	28%	18%	3%	7%
dez/17	131%	50%	47%	1%	2%	54%	46%	5%	3%	26%	17%	3%	6%
dez/18	136%	51%	47%	1%	2%	57%	48%	5%	3%	29%	19%	4%	6%
dez/19	142%	51%	48%	1%	2%	62%	51%	7%	4%	29%	19%	4%	6%
jan/20	142%	51%	48%	1%	2%	61%	50%	7%	4%	30%	20%	4%	6%
fev/20	143%	51%	48%	1%	2%	61%	50%	7%	4%	31%	21%	4%	6%
mar/20	146%	52%	49%	1%	2%	61%	50%	7%	4%	33%	24%	4%	5%
abr/20	148%	52%	49%	1%	2%	61%	49%	7%	4%	35%	26%	4%	5%
mai/20	150%	53%	50%	1%	2%	62%	51%	7%	4%	35%	26%	4%	5%

Fonte: Banco Central do Brasil - SGS (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

É crescente o crédito ampliado ao setor não-financeiro como percentual do PIB ao longo de toda a série temporal. A média no período janeiro 2013-maio 2020 foi 134% do PIB, ou seja, esteve acima dessa média a partir do governo atual, pois ele tomou posse em janeiro de 2019. Significa estar aumentando o grau de fragilidade financeira da economia brasileira desde então.



No fim da Era Social-Desenvolvimentista (2013-2014), a média foi 113% do PIB. No mês de maio de 2020, o endividamento em relação à renda atingiu 150% do PIB. Só ignorante não enxerga o desastre socioeconômico provocado pela volta da Velha Matriz Neoliberal!

**Tabela 32 – Crédito ampliado ao setor não financeiro**  
Saldo – Total

Período	Total	Empréstimos e financiamentos				Títulos de dívida <sup>v</sup>				Dívida externa			
		Total	SFN <sup>v</sup>	Outras soc. finan- ceiras <sup>z</sup>	Fundos governa- mentais <sup>v</sup>	Total	Títulos públicos <sup>v</sup>	Títulos privados <sup>v</sup>	Securiti- zados <sup>z</sup>	Total	Empré- stimos	Títulos emitidos no mercado externo	Títulos emitidos no mercado doméstico <sup>8/</sup>
Data													
jan/13	100%	47%	45%	1%	1%	36%	31%	4%	2%	16%	8%	3%	4%
dez/13	100%	47%	45%	1%	1%	34%	28%	4%	2%	19%	10%	3%	5%
dez/14	100%	46%	44%	1%	1%	32%	26%	4%	2%	21%	12%	3%	6%
dez/15	100%	43%	41%	1%	1%	32%	27%	3%	2%	25%	16%	3%	6%
dez/16	100%	41%	39%	1%	1%	37%	32%	3%	2%	22%	14%	3%	5%
dez/17	100%	38%	36%	1%	1%	41%	35%	4%	2%	20%	13%	2%	5%
dez/18	100%	37%	35%	1%	1%	42%	35%	4%	2%	21%	14%	3%	4%
dez/19	100%	36%	34%	1%	1%	44%	36%	5%	3%	20%	14%	2%	4%
jan/20	100%	36%	34%	1%	1%	43%	35%	5%	3%	21%	14%	3%	4%
fev/20	100%	35%	33%	1%	1%	43%	35%	5%	3%	22%	15%	3%	4%
mar/20	100%	36%	33%	1%	1%	41%	34%	5%	3%	23%	17%	3%	3%
abr/20	100%	35%	33%	1%	1%	41%	33%	5%	3%	24%	17%	3%	3%
mai/20	100%	35%	33%	1%	1%	41%	34%	5%	3%	23%	17%	3%	3%
<b>Média</b>	<b>100%</b>	<b>42%</b>	<b>39%</b>	<b>1%</b>	<b>1%</b>	<b>37%</b>	<b>31%</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>	<b>21%</b>	<b>13%</b>	<b>3%</b>	<b>5%</b>

Fonte: Banco Central do Brasil - SGS (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Quando analisamos a série temporal com os relativos verificamos a mudança da composição do crédito ampliado por origem ao fim do ciclo de alavancagem financeira (2013-2015) e início da desalavancagem financeira (2015-2018) até a fase de “empurrar corda” (2019-2020). Em média aritmética dos percentuais, os empréstimos e financiamentos predominam (42%) no período, fundamentalmente por conta do sistema financeiro nacional. Em seguida, veem os títulos de dívida (37%), sejam públicos (31%), sejam privados (4%) ou securitizados (2%). Por fim, o endividamento externo (21%) se subdivide em empréstimos (13%), títulos emitidos no mercado externo (3%) e no mercado doméstico (5%).

Fica evidente o determinante principal do ciclo de endividamento ser o sistema financeiro nacional. Quando sua participação fica abaixo de sua média (39%) no período jan2013-mai2020, após dezembro de 2015, a economia passa por uma Grande Depressão (2015-2016), fica estagnada (2017-2019) e entra novamente em outra Grande Depressão (2020).

Aumentam 4 pp no total dos títulos de dívida, depois de dezembro de 2016, mais por conta da dívida pública (9 pp de 2015 a 2019) em vez dos títulos privados ou securitizados (cada qual com aumento de 2 pp no período). A dívida externa teve participação



crescente de 2013 a 2015, tendo atingido 25% do total, mas com a desalavancagem financeira cai para uma média de 22%.

Período	Empréstimos e financiamentos do SFN <sup>1/</sup>	Títulos de dívida <sup>2/</sup>	Dívida externa					% PIB	
			Empréstimos	Títulos emitidos no mercado externo	Títulos emitidos no mercado doméstico <sup>3/</sup>	Total	Total	Total	
2018 Dez	2%	48%	2%	2%	6%	10%	60%		
2019 Dez	2%	51%	2%	2%	6%	10%	63%		
2020 Jan	2%	50%	2%	3%	6%	10%	62%		
Fev	2%	50%	2%	3%	6%	11%	63%		
Mar	2%	50%	2%	3%	5%	10%	62%		
Abr	2%	49%	3%	3%	5%	10%	62%		
Mai	2%	51%	3%	3%	5%	10%	63%		

Fonte: Banco Central do Brasil - Nota para Imprensa Moeda e Crédito (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

O quadro acima apresenta operações de crédito da carteira do sistema financeiro nacional, *concedidas aos governos federal, estadual e municipal*. É um percentual baixo (2%) do PIB.

Os títulos da dívida pública mobiliária federal interna fora da carteira do Banco Central do Brasil, inclusive a dívida securitizada, excluindo os títulos detidos por não residentes, componentes da dívida externa, representam a maior parcela do endividamento público. Cresceu no primeiro ano do atual governo de 3 pp do PIB. Os títulos de dívida pública detidos por não residentes, denominados e liquidados em reais, caíram em percentual do PIB, devido à fuga do capital estrangeiro com a “coronacrise”.

Período	em % PIB											Crédito Ampliado			
	Empréstimos e financiamentos				Títulos de dívida <sup>4/</sup>			Dívida externa			Total	Empréstimos e financiamentos			Total - PF =
	SFN <sup>1/</sup>	Outras soc. financeiras <sup>2/</sup>	Fundos governamentais <sup>3/</sup>	Total	Títulos privados <sup>5/</sup>	Securitizados <sup>6/</sup>	Total	Empréstimos	Títulos emitidos no mercado externo	Total		Pessoa Jurídica	Pessoa Física	Soma	
											Pessoa Jurídica				Pessoa Física
2018 Dez	45%	1%	2%	49%	5%	3%	9%	17%	1%	19%	76%	21	26	47	50
2019 Dez	46%	1%	2%	49%	7%	4%	11%	17%	1%	19%	79%	20	28	48	51
2020 Jan	46%	1%	2%	49%	7%	4%	11%	18%	1%	20%	79%	20	28	48	52
Fev	46%	1%	2%	49%	7%	4%	11%	19%	1%	21%	80%	20	28	48	53
Mar	47%	1%	2%	50%	7%	4%	11%	22%	1%	23%	84%	21	28	49	56
Abr	47%	1%	2%	50%	7%	4%	11%	23%	1%	25%	86%	21	28	49	58
Mai	48%	1%	2%	51%	7%	4%	11%	23%	1%	25%	87%	22	28	50	59

Fonte: Banco Central do Brasil - Nota para Imprensa Moeda e Crédito (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

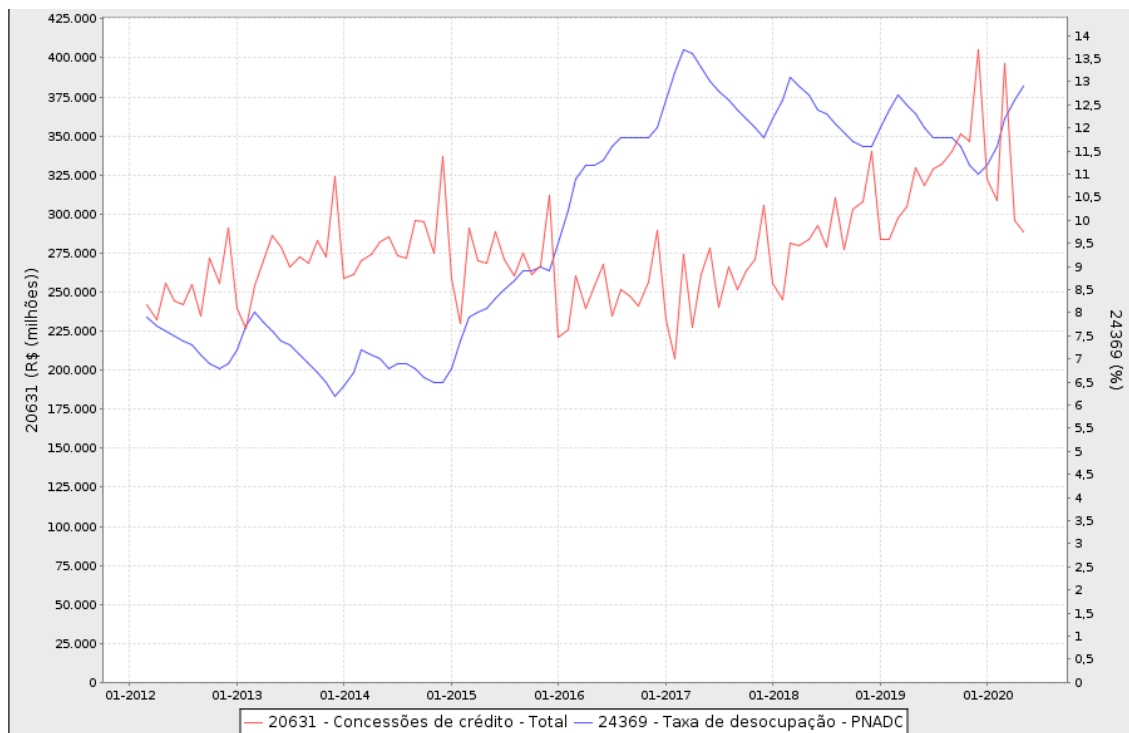
Operações de crédito do sistema financeiro nacional (SFN), incluindo empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil, para *empresas não-financeiras e famílias*, cresceram no último trimestre de pandemia em 2 pp do PIB. As operações de crédito dos fundos de pensão, de consórcios e das empresas do grupo BNDES e as operações de crédito de fundos constitucionais não incluídos na carteira do SFN e empréstimos do FIES (Fundo de Financiamento Estudantil) permaneceram estáveis em 3 pp do PIB.

Os títulos emitidos no mercado doméstico, excluídos os detidos por não residentes, componentes da dívida externa, cresceram 2 pp do PIB no ano de 2019. Os títulos emitidos no mercado doméstico (debêntures e notas comerciais) foram os responsáveis por esse crescimento. Os certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e do agronegócio (CRA) e direitos creditórios na carteira dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) cresceram apenas um ponto percentual do PIB no ano passado.

A grande alteração, provocada em parte pelo desmanche do BNDES, foi o significativo crescimento dos empréstimos externos no ano corrente. Elevaram-se 6 pp do PIB.

A média dos empréstimos e financiamentos à Pessoa Física permaneceu estável no ano corrente na média de 28% do PIB, mas da Pessoa Jurídica cresceu 2 pp do PIB na pandemia. Entretanto, o significativo mesmo foi o crescimento do *crédito ampliado para Pessoa Jurídica* de 51% para 59% do PIB no ano corrente.

Infelizmente, esse aumento do crédito não deve ter sido para investimento, mas sim para capital de giro ou para refinanciamento de passivo. Sem expansão da capacidade produtiva, extraordinariamente ociosa na atual Grande Depressão deflacionária, não haverá recuperação do crescimento da renda e do emprego de maneira sustentada.



O gráfico acima com séries temporais encontradas no SGS do BCB comprova a elevação da taxa de desocupação a partir de janeiro de 2015, pois ela caiu de março de 2012 (7,9%) a dezembro de 2013 (6,2%) e estava em 6,5% em dezembro de 2015, fim da Era Social-Desenvolvimentista. Dispara até atingir 13,7% em março de 2017. Manteve-se, desde então, na média de 12,3% até retomar o crescimento no ano de 2020, e atingir 12,9% em maio, isto porque em situação de distanciamento social os desempregados desistem de procurar emprego – e são colocados em “desalento”.

A menor concessão mensal de crédito, em termos nominais, ocorreu em fevereiro de 2017 com R\$ 207,5 bilhões. Antes, a média era R\$ 268,9 bilhões. Depois, a média mensal se elevou para R\$ 298,2 bilhões, mas esse tipo de crédito em curto prazo não conseguiu abater o desemprego. É necessário um projeto nacional de retomada do desenvolvimento socioeconômico com investimento em longo prazo.

## Capítulo 3 - Sistema de Gestão do Dinheiro no Capitalismo Financeiro

### Introdução

O *enfoque faseológico do capitalismo* é um esforço interpretativo por conta da complexidade dos processos históricos, exigente de elevar extremamente o nível de abstração. Evidentemente, reduz a eficácia explicativa dos modelos construídos dessa maneira pré-formatada em lugar da visão holista de um sistema complexo e dinâmico, cuja configuração em determinada conjuntura é emergente das interações entre seus componentes.

Celso Furtado (1983) criticou essa postura analítica.

“A ideia de classificar os sistemas econômicos históricos e de definir, a partir dessa classificação, tipos ideais – no sentido de categorias abstratas – de sistemas econômicos, com base em um pequeno número de fenômenos passíveis de expressão quantitativa e em parâmetros derivados do nível da técnica e do quadro institucional, é certamente muito antiga. Imaginar esses tipos ideais serem fases pelas quais passam necessariamente todas as sociedades em sua evolução é uma forma particular de interpretação da história fundada nas ideias de progresso. Elas permeiam a filosofia europeia a partir do iluminismo”.

Walt W. Rostow, por exemplo, dividiu o processo de desenvolvimento em cinco etapas:

1. a sociedade tradicional,
2. as condições para o arranco,
3. o arranco propriamente dito,
4. a marcha para a maturidade,
5. a era do consumo de massa.

Essas cinco etapas do desenvolvimento teriam conteúdo idêntico para todos os países, independentemente de quando se iniciou no caminho da industrialização. Alexander Gerschenkron ironizou esse *ritmo pentamétrico* de Rostow.

Demonstrou, pelo contrário, a industrialização tardia dos países europeus, como a Alemanha e a Rússia, diferir em alguns aspectos fundamentais da revolução industrial inglesa. Por exemplo, o papel dos bancos e do Estado, na centralização do capital necessário ao grande investimento inicial no capitalismo *retardatário* e, depois, *tardio*, é completamente diferente do representado na industrialização originária.

A origem do mercado de títulos públicos se encontra nos séculos XIV e XV. Está na busca da capacidade de financiar guerras, ou seja, pagar soldados mercenários estrangeiros em soldo, moeda bizantina lastreada em ouro.

Em vez de pagar impostos, para cobrir os déficits provocados pela economia de guerra, os cidadãos ricos optaram por emprestar dinheiro para o governo, dominado por eles mesmos. Em compensação desses empréstimos, eles recebiam juros.

Além desses rendimentos, os cidadãos ricos também puderam obter liquidez. Tais títulos de dívida pública, com risco soberano, podiam ser vendidos a outros cidadãos, em mercado secundário, caso o investidor necessitasse de dinheiro de imediato.

A razão pela qual a rolagem dessa dívida ter continuidade se deveu aos ricos também controlarem as finanças públicas. Quem os emitia e vendia era também membro da autarquia compradora. Dessa forma, nasceu a exigência da elite em zelar, sobretudo, para seus juros serem sempre pagos, seja por impostos, seja por emissão monetária.

Na Era Moderna, políticas públicas na área de saúde, educação, segurança, etc., passam a justificar a ampliação da dívida pública. Títulos soberanos são uma forma segura de acumulação de riqueza financeira com a sobra dos rendimentos do trabalho recebendo juros do governo. *O capital de origem trabalhista é majoritário*, e aplicado preferencialmente na segurança de títulos de dívida pública, como demonstrarei no estudo do caso brasileiro neste capítulo.

Mostrarei aqui a acumulação de reservas financeiras de trabalhadores intelectuais universitários para a manutenção do mesmo padrão de vida durante suas aposentadorias. O planejamento da vida financeira é fundamental para se defender contra o progressivo corte de direitos na Previdência Social. A classe média incluída no segmento de clientes de Varejo de Alta Renda tem de contar com seus próprios recursos na terceira-idade. Lastreia-os, principalmente, em títulos públicos.

O mercado de ações surgiu com Companhia Holandesa das Índias Orientais, fundada em 1602. Em 1610, fez a divisão do seu capital em quotas iguais e transferíveis.

Essa alavancagem financeira com *capitalização* é distinta da ocorrida com *dívida*.

No caso de tomada de empréstimos, para aumentar a rentabilidade patrimonial do capital próprio com o uso de capital de terceiros para o propósito de elevação da escala do negócio, o *devedor assume o risco* de a rentabilidade esperada não se confirmar e ficar abaixo dos juros do crédito contratado. Para compensar o risco da inadimplência, o credor solicita, em geral, uma garantia patrimonial como colateral do empréstimo.

No caso de conseguir associados, o fundador de Sociedade Aberta – ou Sociedade Anônima (SA) com muitos associados investidores em ações – tem um ganho de capital *sem o risco do devedor*. Ele condiciona a manutenção de sua gestão ao conceder participação acionária, tendo como contrapartida a divisão de lucros ou eventuais prejuízos.

Este capítulo ao focalizar a terceira função do sistema bancário – oferecer oportunidades de investimentos seguros, líquidos e rentáveis a seus clientes – iniciará com uma análise crítica dos argumentos de Hyman Minsky, possível de ser estendida a todos os analistas da chamada “financeirização” como uma fase demarcada e quase artificial ao desenvolvimento do capitalismo industrial, tendo esse já superado o capitalismo comercial.

Apresentarei argumentos em defesa da hipótese de o capitalismo ser um sistema complexo emergente de interações de todas essas dimensões representadas por subsistemas: comercial,

industrial e financeira. Sistema é a categorização de um conjunto de elementos de acordo com uma ordem determinada, no caso, a ordem capitalista.

Dentro dessa ordem, a análise da “pequena burguesia”, um termo para descrever a classe média antes usada pelos marxistas, sendo o proletariado a classe baixa e a burguesia a classe alta, ficou em segundo plano e tratada geralmente em termos pejorativos. Sua proletarização seria o ovo-da-serpente do fascismo na opinião de muitos intérpretes afoitos da própria classe média, dispostos a classificar todos os outros membros como “reacionários”, ou seja, com uma postura reativa contra o avanço da história conduzida pelo proletariado.

“Pequeno burguês” é entendido como um tratamento pejorativo dirigido à essa camada social. Ela compreenderia trabalhadores semiautônomos, funcionários públicos e lojistas com atividade comercial em pequena escala, cuja posição econômica é determinada como dependente da alta burguesia, com a qual os pequenos burgueses se identificam e procuram imitar. Os dissidentes com ideologia de esquerda encontrariam mais semelhanças entre a sua situação intermediária e o proletariado, unindo-se a este para combater o patronato da alta burguesia.

Seriam eles um estrato socioeconômico da burguesia como verdadeiros capitalistas de pequena escala? Ou seriam trabalhadores com função de gerenciar a produção, a distribuição ou troca de bens, prestando serviços administrativos para os patrões burgueses?

A classe média está presente no capitalismo contemporâneo como possuidora de um poder aquisitivo e de um padrão de vida e de consumo razoáveis. Não apenas supre suas necessidades de sobrevivência, mas também consome variadas de lazer e cultura, embora sem chegar aos padrões de consumo de luxo da burguesia. Afinal, a classe média é um fenômeno típico do mercantilismo, da industrialização ou da “financeirização”?

No estudo do caso brasileiro, buscarei dimensionar a chamada “classe média” no Brasil, tratada como um rótulo impreciso ou demasiadamente largo em termos de renda, riqueza e Éthos cultural e político-ideológico.

Analisarei como o recente *crash* na riqueza financeira, seja em renda variável, seja em renda fixa, afetou as Finanças Pessoais dos distintos segmentos de clientes bancários.

Por fim, optarei pela estratificação social em *castas* de natureza ocupacional para a entender – e a medir nessas dimensões.

## Fase do Capitalismo Gestor de Dinheiro

Na segunda parte do artigo de Randall Wray, publicado em 10/09/2010, “O que os bancos devem fazer? Uma análise minskyniana”, ele examina o estágio final de capitalismo segundo Hyman Minsky. Esta seria *a fase do capitalismo gestor de dinheiro*.

Eu resumirei e analisarei criticamente os argumentos de Minsky, de acordo com a leitura de Wray, em seguida.

Se os depósitos à vista servem para manter paridade entre si e o encaixe monetário em seus cofres-fortes, não pode haver perdas nos ativos (carteiras de créditos e títulos), nem corridas bancárias para saques de papel-moeda, carregados com recursos de terceiros.

Por isso, exige-se a contínua supervisão bancária da Autoridade Monetária, pois o patrimônio próprio do banco comercial terá de absorver as perdas sobre o valor dos ativos. Afinal, estará em jogo toda a fortuna financeira poupada e investida pelos trabalhadores, durante sua vida ativa, para se manter – e a/o viúva(a) – ao longo da vida inativa, cuja longevidade é imprevisível.

É obrigação do banco comercial ser cético. Como Minsky gostava de dizer, segundo Wray, o clichê do banqueiro seria dizer: – “Eu nunca vi um projeto do qual eu tenha gostado totalmente”.

Os mutuários sempre apresentam aos mutuantes, na hora de obter um contrato mútuo de crédito, perspectivas plenamente favoráveis a ganhar dinheiro sobre suas prospecções. Por isso, a subscrição, isto é, o compromisso, assumido por escrito, de contribuir com certa quantia em dinheiro para a realização de uma obra ou a alavancagem de uma empresa, é essencial ser submetida a uma avaliação cuidadosa do risco de acordo com o perfil do cliente.



Na realidade, os credores estarão atuando também em nome dos investidores. Têm a ambição de receberem juros compostos sobre seus depósitos e/ou ganhos de capital sobre seus investimentos financeiros.

Empréstimos podem ser feitos contra garantias dos bens em processo de produção e distribuição, com cláusula de alienação fiduciária, mas um banco bem-sucedido quase nunca quer ser forçado a tomar essa garantia do devedor. O banco não deve funcionar como um vendedor de garantias patrimoniais fora de sua área de atividade.

Os lucros dos bancos vêm com o tempo, à medida que os mutuários pagam o principal mais juros. O sucesso do concesso de empréstimos, e indiretamente o dos trabalhadores-rentistas, depende do sucesso do devedor em sua empreitada. Apostar na falência de um mutuário, para tomar o colateral, é desfavorável às obrigações líquidas do banco comercial.

De onde realmente vêm os rendimentos de capital bancário, isto é, os lucros e os juros?

Os bancos comerciais financiam toda a folha de pagamentos por meio da concessão de empréstimos a capital de giro com lastro na manutenção de contas correntes à vista e outros depósitos a prazo. Só parte da massa de salários é recebida pelos trabalhadores produtores dos bens de consumo ou salariais. A outra parte dela é paga aos trabalhadores produtores de bens de investimento.

Porém, estes trabalhadores irão gastar seus rendimentos em bens salariais. Os produtores dos bens salariais, pela hipótese de Minsky, obterão lucros brutos equivalentes aos salários pagos no setor de bens de investimento e gastos em consumo pelos trabalhadores recebedores.

Embora pareça, para qualquer firma individualmente, seus lucros deverem ser atribuídos à adequabilidade empreendedora, ou seja, à boa administração e marketing, poder comercial, produtividade da mão de obra e do uso de capital, etc., isso influencia somente a distribuição de lucros dentre firmas. Em termos consolidados, pela hipótese minskyana se não houvesse produção de bens de investimento, não haveria lucros agregados além dos custos trabalhistas.

Nesse jogo de soma zero, estático com renda dada, se uma empresa receber lucros, ele é identicamente equivalente às perdas das outras empresas. Em situações de expectativas reduzidas com relação às lucratividades futuras, os investimentos caem e, em consequência, cairão também os lucros agregados, porque os trabalhadores do setor de investimentos perderão seus empregos com a perda de dinamismo econômico. Daí os produtores de bens salariais venderão menos.

O banqueiro (*latu sensu*) é o magistrado do capitalismo. Tem autoridade e poder para conceder ou não a alavancagem financeira da rentabilidade patrimonial dos empreendedores inovadores com uso de capital de terceiros.

Não só os empresários precisam ser suficientemente otimistas para investir, eles também precisam encontrar um banqueiro disposto a antecipar-lhes o valor referente à sua folha de pagamentos, para permitir os resultados esperados de seu investimento. Essa capacidade de acumular capital na produção e venda, através do aumento do superávit por conta da maior escala propiciada pela alavancagem, é crucial para a geração de rendimentos para os investidores financeiros.

O objetivo fundamental de um sistema financeiro é sustentar o desenvolvimento socioeconômico de capitalismo em seus subsistemas industrial-tecnológico, comercial e financeiro. Ao financiar a folha de pagamentos de trabalhadores do setor de bens de investimentos, os bancos comerciais estão promovendo o dinamismo do sistema econômico-financeiro, mesmo sem prover fundos para investidores assumir posições acionárias e compartilhar dos dividendos distribuídos.

O “magistrado do capitalismo” permite a produção de lucros ao financiar os gastos daqueles não diretamente envolvidos na produção de bens de consumo salariais. Esses lucros são capitalizados na forma de bens de capital acumulados para novas etapas produtivas.

A transdisciplinaridade da Ciência da Complexidade permite uma abordagem holista do capitalismo, visto como um sistema financeiro, industrial e comercial, ainda hoje permanente. Supera a visão de Minsky ao ele considerar o período até 1870 um estágio do *capitalismo comercial*, depois, até 1945, outro estágio de um

*capitalismo industrial* e, desde então, o último estágio com *capitalismo financeiro*.

Não se trata de reminiscência de etapas passadas. Não é uma recordação vaga e quase apagada do passado ainda mantido na memória, nem tampouco um resíduo ou parte fragmentada de alguma coisa já não mais existente.

Na realidade, trata-se da constatação de uma verdade, observada pela retomada da consciência social sistêmica com base em toda sabedoria ou conhecimento humano acumulado. Pela reminiscência de leituras sobre história, transforma o que recordamos de uma lembrança imprecisa em uma análise decisiva sobre o atual sistema complexo, onde estamos todos envolvidos. Permite estar consciente de outro nível de realidade: estarmos em *fase da gestão do dinheiro por trabalhadores* sem ultrapassar fases supostamente pregressas de capitalismo industrial e comercial.

#### Da Economia de Endividamento Público à Economia de Mercado de Capitais

Minsky supunha, na fase do *capitalismo industrial*, os bens de investimento serem detidos diretamente por empresários individuais. O controle acionário de suas empresas não-financeiras era adquirido e mantido a partir da poupança acumulada com lucros retidos.

Na fase seguinte, a do *capitalismo financeiro*, os bens de capital haviam ficado muito caros para serem adquiridos e detidos individualmente. Então, teriam surgido as grandes companhias corporativas por ações.

Na verdade, a primeira companhia aberta por associações foi a Companhia das Índias Orientais formada por holandeses, em 1602 com o objetivo de tentar excluir os demais competidores europeus daquela importante rota comercial. A sede era em Amsterdam, onde se cria, em 1609, o Banco de Amsterdam para apoiar o comércio colonial, fonte de metais preciosos.

Na dinâmica financeira dessa companhia holandesa surgirá o conceito atual de ações por meio da divisão, em 1610, do seu capital em quotas iguais e transferíveis em bolsa de valores. *Capital e dívida são elementos genealógicos do capitalismo*.

Financiamentos externos às empresas não-financeiras, na forma de ações e títulos de dívida direta ou indireta, financiaram a compra de bens de capital. Isso serve de argumento para Minsky analisar o segundo tipo de banco, o banco de investimento. Aqui, no Brasil, ele é componente do conglomerado financeiro.

A função principal de um banco de investimento é prover o financiamento externo ao empreendedor necessário para adquirir os bens de capital produzidos. No modelo simples minskyano, o banco de investimento faz a intermediação entre os receptores do superávit financeiro, criado por produção de bens e gastos dos trabalhadores no setor produtor de bens salariais, e o empreendedor. Este inovador toma crédito e retém os bens de capital produzidos.

Embora enquadrado na Economia convencional como intermediário entre “poupadores e investidores”, o banco não deve ser interpretado como um canal da poupança para o investimento. A poupança, oriunda de lucros retidos para o autofinanciamento, é gerada pela produção dos bens de investimento e sua venda subsequente para a produção de bens de consumo para os trabalhadores.

Minsky distingue entre o financiamento da aquisição de controle acionário sobre bens de capital e a produção deles. A produção de bens de investimento não ocorre de maneira seriada. Devido ao elevado valor unitário, tem de existir uma relativa certeza de serem vendidos.

Bens de capital, tipicamente, são produzidos sob encomenda para um empreendedor. Para isso, é necessário ele já ter conseguido o comprometimento de um banco de investimento em lhe fornecer financiamento para a compra a prazo desses bens de altos custos.

Para fins didáticos, Minsky distingue entre dois modelos de bancos de investimento.

No primeiro, ele detém títulos patrimoniais ou direitos de propriedade, emitidos pela corporação demandante de capitalização. O banco de investimento, por sua vez, financia sua alavancagem ao emitir títulos de dívida a serem detidos por trabalhadores de alta renda.

Se essa dívida do banco de investimento for de menor prazo de vencimento em relação ao de seus ativos, então ele deve ser capaz de refinar sua situação patrimonial. Nesse caso, ele terá êxito somente na medida do sucesso dos seus sócios.

Alternativamente, no segundo modelo, o banco de investimento simplesmente coloca os títulos de dívida direta (debêntures), emitidos pelas corporações em carteiras, seja própria, seja de fundos mútuos administrados por ele. Nesse modelo, não compartilha o êxito do mutuário, cujo compromisso é pagar periodicamente certos juros até o vencimento das debêntures.

Em vez de avaliar se o mutuário vai ter condições de pagamento do empréstimo, esse banco de investimento só se preocupa se conseguirá vender os títulos de dívida direta conversíveis em ações, caso seja necessário. A subscrição, isto é, o compromisso assumido por contrato assinado de contribuir com certa quantia em dinheiro deixa de ser uma atividade essencial. Mas a cautela exige os trabalhadores de alta renda adquirirem o débito e o patrimônio líquido comercializado pelos bancos de investimento para obterem recursos.

Obviamente, os bancos de investimento podem combinar os dois modelos ao reter somente patrimônio líquido e títulos de dívida por trabalhadores potenciais investidores não desejarem deter. Hoje, os trabalhadores detêm títulos e patrimônio líquido de companhias abertas, indiretamente, por meio de fundos mútuos de investimentos ou fundos de pensão profissionalmente administrados.

Esses fundos são os principais detentores de passivos das maiores companhias. Para Minsky, "como resultado das variadas acumulações de capital desses fundos, um novo tipo de capitalismo financeiro emergiu. Os administradores desses fundos estão interessados, principalmente, no chamado de 'total dos retornos'. São retornos de curto prazo sobre os dividendos e mudança dos valores no mercado de títulos".

Na visão minskyniana, as diferentes operações financeiras, desde as fusões e aquisições às compras alavancadas [*leveraged buyouts*], dominantes no capitalismo nos últimos anos, refletiram o poder desses fundos. Daí sua seguinte proposição.

“Chamemos a versão da estrutura financeira cujos componentes são capital (*economia de mercado de capitais*) e dívida (*economia de endividamento bancário*), em vigor nos anos 90s, de ‘capitalismo gestor de dinheiro’ [*money manager capitalism*].” (Minsky; 1992c: pp. 37-38)

Esse segundo modelo de banco de investimento é conhecido como sendo próprio de um *modelo baseado em mercado de capitais*, contrariamente ao um *modelo baseado em bancos*. Ele depende, principalmente, da venda de títulos da dívida corporativa pelos bancos de investimento para administradores de fundos de investimentos dos trabalhadores do varejo de alta renda e dos ricos do *Private Banking*.

O desenvolvimento de mercados de ações garantidos por ativos [*asset-backed securities markets*] é o melhor exemplo de operações dos bancos originadores ao oferecerem uma “garantia firme” de colocação dos títulos de dívida direta (debêntures) comercializados por eles em lançamentos primários. Originalmente, a ideia era os bancos originadores empurrarem os riscos para fora de seus balanços. Porém, face à queda da demanda por crédito *corporate* e aos IOF (Impostos de Operações Financeiras) sobre esse crédito concedido às grandes corporações, eles optaram por reter as debêntures não colocadas nos fundos para receberem juros sobre títulos com boa avaliação de risco.

O *modelo bancário universal*, adotado na Alemanha e Japão – e também aqui no Brasil, entretanto, sem constituírem uma conglomeração econômico-financeira –, combina os bancos comerciais e as funções dos bancos de investimentos em um só banco múltiplo. Oferece empréstimos de curto prazo e financiamentos de longo prazo de operações empresariais.

Ele emite passivo, incluindo depósitos compulsórios, para particulares e adquire títulos e ações de firmas. Um banco universal poderá, ainda, oferecer uma gama de outros serviços financeiros, incluindo empréstimos para financiar hipotecas, corretagem de particulares, e seguros.

Outra alternativa é o modelo de sociedade gestora de participações sociais [*Public Holding Company*], onde a empresa controladora detém vários tipos de firmas financeiras, com certo grau

de separação contábil de modo individualmente terem suas finanças protegidas. Ela detém títulos e ações de outras companhias e financia as aquisições patrimoniais tomando empréstimos com bancos, no mercado de capitais e/ou fazendo repasses do Tesouro Nacional.

Para Minsky, o desenvolvimento do *capitalismo gestor de dinheiro* levou à convergência dos três modelos. Segundo Randall Wray, “esse reconhecimento presciente, em 1992, ajuda a explicar a crise atual [texto escrito em 2010], onde problemas hipotecários derrubaram os bancos de investimentos, em um primeiro momento, e depois o mercado de empréstimos de curto prazo (como papéis comerciais) sobre as quais as empresas bancárias haviam se baseado para financiar suas situações patrimoniais, incluindo suas obrigações em dívidas garantidas, detidas por subsidiárias Sociedades de Propósito Específico [*Special Purpose Vehicles*]”.

O sistema bancário de investimentos separa os *detentores diretos* dos ativos de capital real (a corporação possuidora de bens de capital) dos *detentores indiretos*: o banco de investimento, no primeiro modelo, os trabalhadores de alta renda, no segundo. Várias camadas financeiras complicam a análise por conta de uma combinação complexa de participação acionária, títulos, hipotecas e empréstimos bancários financiar o controle de ativos de capital não necessários à produção.

Os analistas, em geral, optam por afastar essa “balbúrdia” com o apertuguesamento pejorativo de “financeirização”. Envolve todos os passivos de corporações colocados como ativos de fundos. Compõem-se de direitos datados ou contingentes (incertos, imprevistos e acidentais) sobre fluxos de caixa gerados pelas operações da unidade produtiva, dependente da utilização de ativos físicos como bens de capital.

A produção de hoje com bens de capital gera os lucros validadores (ou não) da decisão de investir ontem. Dado o financiamento, *hoje*, de posições de controle sobre ativos de capital criar uma série de obrigações a serem liquidadas no decorrer de uma série de *amanhãs*, se não houver produção de bens de investimento nesse futuro, as posições assumidas no presente não se validarão.

“Essa natureza intertemporal das relações financeiras de uma economia capitalista é o principal motivo pelo qual as

economias capitalistas provavelmente não se comportarão de forma a buscar o equilíbrio. Também é o motivo pelo qual os mercados precisam ser regulados e controlados” (Minsky; 1992c).

A sobreposição de compromisso financeiro sobre ativo real, gerador de renda, cria *um novo tipo de capitalismo*, onde a detenção de patrimônio precisa ser continuamente validada. Isso, para Minsky, *contrasta fortemente com o estágio de capitalismo comercial*, quando os ativos de capital estavam completamente detidos. Neste, qualquer falha ocasional na geração de renda de capital bruta não ameaçava a existência do empreendedor.

Aí está minha divergência com *a visão faseológica* de Minsky.

Para ele, o *estágio do capitalismo financeiro* é bastante diferente porque um déficit dos lucros brutos coloca comportamentos divergentes dos investidores em movimento, não só representando ameaças à firma, individualmente, mas, podendo também comprometer todo o sistema devido à *dinâmica da dívida deflacionada*.

Para mim, isso não é fundamentalmente distinto do ocorrido no denominado por ele de *estágio do capitalismo comercial*. Irving Fisher já tinha chamado atenção para essa Grande Depressão deflacionária logo após a Crise de 1929.

De acordo com Minsky, essa *fase de capitalismo financeiro*, chamada assim a partir do livro clássico “O Capital Financeiro”, publicado em 1910 por Rudolf Hilferding (1877-1941), teria se desmoronado com a Grande Depressão. O governo era pequeno demais para compensar a queda de rendimento capital bruto ocorrido em seguida à Crise de 1929.

Depois da 2ª Guerra Mundial, Minsky destaca uma nova fase de capitalismo, a do *gestor do bem-estar social*, com um governo tão grande a ponto de seu déficit fiscal se expandir, suficientemente, diante de uma retração econômica, para compensar a carência de investimentos privados. O financiamento monetário do déficit público não provocava inflação com grande capacidade produtiva ociosa.



Isso mantinha o superávit agregado, permitindo as dívidas serem honradas. Além disso, houve uma série de reformas no âmbito do *New Deal* [Novo Acordo] nos Estados Unidos. Para Minsky, elas fortaleceram o sistema financeiro. Entre as quais, estava a Lei Glass-Steagall a obrigar a separação entre os bancos de investimento e os bancos comerciais. Ora, ele mesmo reconheceu o *modelo bancário universal* funcionar bem na Alemanha e Japão – e no Brasil também.

As reformas implementaram também garantias governamentais, tal como o seguro sobre contas correntes e outros produtos bancários – o FGC no Brasil. Porém, como afirmou Minsky, “a estabilização é desestabilizante”. Ela afrouxa as margens de segurança e daí vem o perigo.

A taxa relativamente elevada de crescimento econômico mais a estabilidade relativa do sistema financeiro, em longo prazo, incentivaram inovações financeiras. Elas subverteram as restrições do New Deal.

Além disso, a riqueza financeira (e junto com ela a dívida pública) aumentou conforme tendência imprevista, resultando em grandes somas de dinheiro dos trabalhadores com formação universitária e alta renda sob gestão profissional. Minsky chamou essa *fase de 'capitalismo gestor de dinheiro'*. Seria o estágio final do capitalismo.

#### Risco de Administração de Recursos dos Trabalhadores para Aposentadoria em Mercado de Capitais

Segundo a leitura de Randall Wray da obra de Hyman Minsky, o capitalismo gestor de dinheiro representa um retorno à fase do capitalismo financeiro anterior à Grande Crise. Portanto, voltar a análise às condições do sistema financeiro provocadoras da Crise de 1929.

Como Keynes descreveu em seu livro “Teoria Geral”, a separação de controle majoritário pelos detentores da maioria das ações da administração da empresa implicou em as cotações ou os preços dos títulos serem influenciados pelas “oscilações de otimismo e pessimismo”. Pior, as ações poderiam ser manipuladas por

instituições financeiras de Wall Street através de diversos esquemas de inflar e esvaziar [*pump and dump*] bolhas de ativos.

Randall Wray interpreta a crise de 1929 como resultado de excessos promovidos por fundos de investimento subsidiários aos bancos de Wall Street. Eles constituíram fundos de investimentos com pretensão de assegurar direitos em outras firmas, geralmente associadas, para então vender cotas destes fundos para o um público crédulo e ingênuo.

De fato, esses fundos foram uma forma inicial de fundos mútuos de investimentos, com a companhia “mãe” investindo uma pequena parcela de capital em suas “crias”, altamente valorizadas, usando o dinheiro de outros. Então, os administradores de recursos de terceiros movimentavam uma onda especulativa em ações, colhendo elevados ganhos de capital.

Entretanto, os fundos de investimentos somaram-se a uma pirâmide de esquemas do tipo chamado por Minsky de postura financeira Ponzi. Havia muito pouco dinheiro encaminhado para produção real e mais ganho de capital associado às trocas de papéis, comprando barato e vendendo caro como em um capitalismo comercial.

De fato, a economia “real” já estava muito além de seu pico. Não havia “fundamentos” para motivar o *boom* de Wall Street. Inevitavelmente, a bolha de ações implodiu e começou um processo de “débito deflacionário” à medida que todos começaram a liquidar (dar liquidez a) suas carteiras de ações, levando os preços a desmoronarem. Dada a Armadilha da Liquidez, onde praticamente todos os agentes econômicos com renda e riqueza optaram por preferência pela liquidez, os gastos na “economia real” sofreram pressão da demanda agregada e a economia se dirigiu para a Grande Depressão.

O segundo tipo de banco de investimento, intermediário entre a corporação emissora de ações (ou debêntures) e os acionistas (ou fundos), levanta a *possibilidade de a subscrição não ser bem-feita*. Trata-se do compromisso de adquirir ações ou títulos em vias lançamento. O *direito de subscrição* se refere ao privilégio concedido a um acionista de participar com prioridade no aumento de capital.

Isso ocorreu também com as empresas “ponto.com”, *commodities* e bolhas imobiliárias das últimas décadas. Enquanto muitos apontam para o fracasso da separação dos sistemas bancários, pela Lei Glass-Steagall, baseado em distinção de suas funções, o problema, segundo Randall Wray, foi o *fracasso da subscrição*.

A reação do *New Deal* à Grande Crise foi de proibir os bancos comerciais de manusearem patrimônios, uma resposta razoável diante dos excessos do *boom* de 1929. A crise bancária havia sido bastante agravada porque os bancos foram pegos carregando títulos de pouco ou nenhum valor, muitos dos quais emitidos por fundos de investimento.

Até mesmo os bancos de investimentos criadores dos fundos foram atingidos, pois também detinham títulos sem valor. Em alguns casos, isso ocorreu porque foram surpreendidos com ações à venda, quando o mercado quebrou. Entretanto, muitos haviam investido nos esquemas de pirâmide criadas por eles mesmos.

Os profissionais do mercado de capitais costumam como os amadores possuírem excesso de otimismo quanto ao seu *time-market*: acham serem capazes de reconhecerem o pico e então liquidariam suas ações antecipando-se à crise. Na crise de 2008, os bancos originadores do lixo tóxico para vender para os clientes foram também surpreendidos os carregando, precisamente, pelos mesmos motivos.

A “teoria do mais tolo” é conhecida como a crença do investidor quando compra um determinado ativo supostamente valorizado. Acredita ele poder vender o ativo futuramente com uma alta valorização, pois espera existir um investidor ainda “mais tolo” para o comprar. Logo, não se compra um ativo por imaginar ele valer o preço, mas sim com a expectativa de vendê-lo por um valor ainda mais alto. É similar ao conceito keynesiano do Concurso de Beleza, onde se imagina a opinião dos outros, para mostrar o comportamento típico de investidores em ações.

Então, na leitura de Wray da obra de Minsky, “o problema e a solução não estão verdadeiramente relacionados com a *separação funcional*, mas, sim com a *erosão de padrões de subscrição*, o que é inevitável no decorrer de um período positivo de alta, quando a

mentalidade comercial triunfa. Se um banco acreditar em ser capaz de aliviar seu carregamento de ativos antes de seus valores serem questionados, seu incentivo para fazer subscrições adequadas acaba sendo reduzido. E se a tendência dos preços de ativos é subir, o banco tentará participar de ganhos do capital ao assumir situações patrimoniais muito arriscadas”.

Por isso, conclui Wray, as demandas atuais para se retornar à separação institucional imposta pela Lei Glass-Steagall, ou para forçar os bancos a, efetivamente, entrarem no jogo, experimentando um pouco do lixo tóxico produzido por eles mesmos, ambos estão indo na direção errada.

Quando chegaram os anos 90s, os grandes bancos de investimentos perceberam ser impossível beneficiarem-se diretamente da corrida para o mercado de capitais, na bolha ponto.com, em situação semelhante à de 1929. Um banco de investimentos era capaz de lucrar com taxas ao originar Ofertas Públicas Iniciais (IPOs) para a abertura de empresas. Podia comercializar ações para outros ou para si próprios. Porém, na euforia irracional exuberante do final dos anos 90s, isso parecia ter sido esquecido. Como, então, poderia um banco de investimento conquistar participação maior nas ações?

Em 1999, as grandes companhias se tornaram sociedades de capital aberto para aproveitar as vantagens da emissão de ações no momento do *boom*. A alta diretoria foi premiada com ações, levando às mesmas iniciativas do tipo inflar-e-esvaziar [*pump-dump*] bolhas, motivadoras do boom de 1929.

Os comerciantes de ações geralmente valem-se da perspectiva mais objetiva – “você só é tão bom quanto seu último negócio”. Ademais, os comerciantes assumem a posição de soma zero nos negócios: “haverá um ganhador e um perdedor, e o banco de investimentos embolsará taxas por unir os dois lados”. Melhor ainda, o banco de investimento pressupõe se aliar depois a um dos lados – preferencialmente ao lado ganhador –, embolsando taxas e auferindo ganhos.

Conclui Wray: “os escritos de Minsky, no início de 1992, foram impressionantemente prescientes. Embora ele abordasse a crise bancária naquela época, em sequência à crise de 1980, a maioria de

suas conclusões poderia se aplicar à evolução contínua da estrutura financeira, cujo desmoronamento final ocorreu em 2007. Ele advertiu o conservadorismo financeiro inicial pós-guerra ter aberto caminho para o *capitalismo gestor de dinheiro*. Este entrou em uma nova era de '*capitalismo de casino*', com as compras alavancadas [*leveraged buyouts*] do fim dos anos 1980s servindo como um bom exemplo dos excessos. Grande parte daquele *boom* foi motivada pelos fundos de pensão 'tanto na condição de fornecedores de capital para as liquidações de alto risco, como na de quem assumiu os títulos de alto risco' [*junk bonds*]" (Minsky; 1992d: p.9, parte II).

Se o risco sistêmico, provocado pelo endividamento excessivo ou pela bolha de ações, pode ser visto como um legado dos fundos de pensão nos Estados Unidos, por que não aqui, em *Terrae Brasilis*, os tupiniquins não devem tomar o mesmo cuidado com o capital de origem trabalhista? Não cabe mitigar o risco de administração de recursos dos trabalhadores para aposentadoria na volatilidade do mercado de capitais? Riqueza financeira dos trabalhadores não deve ser aplicada em carregamento de títulos de dívida pública com risco soberano?

Apresento, em seguida, o resultado da experiência recente de um ex-banqueiro de negócio, dublê de ministro da Economia, forçar a transição de uma *economia de endividamento público à brasileira* para uma *economia de mercado de capitais à americana*.

### Cidadão não, Engenheiro Civil, formado, melhor do que você...

Em reportagem exibida pelo "Fantástico" da TV Globo, no dia 5 de julho de 2020, um casal sem usar máscaras critica a abordagem de agente público durante blitz da vigilância sanitária no Rio de Janeiro. A mulher se irrita quando seu companheiro é chamado de *cidadão*. "Cidadão não, Engenheiro Civil, formado, melhor do que você!", disse.

Quantas pessoas frequentaram Ensino Superior? Pela PNADC-IBGE-Módulo Educação, em 2019, eram 27,085 milhões, sendo 20,048 milhões graduados e 7,037 milhões pós-graduados em especialização, mestrado ou doutorado.

Quantos ocupados são formados em Ensino Superior? Pela Retrospectiva 2012-2019 da PNADC-IBGE, em 2019, eram 19,233 milhões pessoas, representando pouco mais 1/5 (21%) dos trabalhadores ocupados. Seus rendimentos médios mensais eram R\$ 5.108.

Em comparação, os 5,8 milhões (6%) com Ensino Superior incompleto tinham renda média de R\$ 2.242, próxima do rendimento médio mensal de todos os trabalhadores, calculado em R\$ 2.308. Quem ganhava em torno dele se situava no decil 70%-80% da pirâmide de renda.

Os 31,2 milhões ocupados com Ensino Médio completo (34%) recebiam em média R\$ 1.788, equivalente a 35% daquela renda de nível de Ensino Superior. A *renda mediana* era próxima da média recebida pelos 20,8 milhões (23%) com Ensino Fundamental incompleto (R\$ 1.223), pouco acima do salário mínimo.

A desigualdade social no Brasil é tão pronunciada a ponto de o rendimento médio dos trabalhadores com Ensino Superior completo (R\$ 5.108) já os situar entre os 90%-95% mais ricos em renda. Com doutorado recebe a média de R\$ 10.313 e atinge a faixa 95%-99%. O 1% mais rico em renda do trabalho recebe em média per capita R\$ 28.659. Os 10% mais ricos no Brasil recebem 43% da massa dos rendimentos médios mensais.

Na *fase do capitalismo industrial*, a classe média era definida como "os colarinhos brancos". Estes trabalhavam de terno-e-gravata por quantias financeiras suficientes para serem consideradas mais confortáveis e seguras comparadas com as condições dos "colarinhos azuis", ou seja, os trabalhadores manuais.

A expansão do estrato social da "classe média" se acentuou com o declínio dos sindicatos – e de sua ideologia corporativista, ou melhor, "a consciência de classe". Alguns sociólogos alegam a entrada das mulheres no mercado de trabalho atendeu a um grande número de empregos "colarinho cor-de-rosa". Eram serviços urbanos, onde elas poderiam evitar as condições exigidas em trabalho manual de "colarinho azul". A força do trabalho em escritórios e/ou consultórios passa então a ser chamada de "classe média", mesmo se o emprego gerar rendimentos muito menores se comparados ao de um

trabalhador “colarinho azul” na indústria já automatizada com robótica.

Outros critérios para dimensionar o tamanho da classe média não são determinados independentemente. Envolvem educação, ambiente familiar, riqueza financeira ou imobiliária, relações genéticas, amigos influentes, rede profissional [*networking*], maneiras comportamentais, valores morais e sociais, etc.

Listam-se, em geral, os fatores como os seguintes para definir alguém como membro da classe média:

1. grau ou nível acadêmico superior;
2. ter qualificações profissionais com formações acadêmicas de advogados, engenheiros, professores, professores universitários, médicos, etc., independentemente de quanto ganha ou qual é sua forma de lazer;
3. crença em valores liberais em alguns países, religiosos em outros, e discriminação de acordo com a ideologia dominante no acesso aos meios de comunicação;
4. empregos com estabilidade social e financeira;
5. identificação com cultura erudita apresentada como “popular”.

Para evidenciar uma *estratificação social em termos de riqueza financeira*, não tão usual, costume usar os dados de segmento de clientes divulgados pela ANBIMA. Para o preenchimento das informações, o serviço de Private Banking, de acordo com a definição do Código de Distribuição de Produtos de Investimento, compreende a distribuição de produtos de investimento para os investidores com capacidade financeira de *no mínimo 3 milhões de reais*, individual ou coletivamente por grupo econômico, por exemplo, uma família.

As instituições financeiras podem ter em suas classificações internas subdivisões dentro do *segmento varejo*. A ANBIMA com intuito de padronizar a divulgação no formulário estabeleceu as nomenclaturas da subdivisão em “varejo tradicional” e “varejo alta renda”. Os critérios para inclusão nestes segmentos são estabelecidos pelas próprias instituições e, portanto, *não homogêneos*.

Por exemplo, no Santander os clientes com rendas mais altas são divididos em VanGogh, Select ou Private. O cliente Santander Van Gogh necessita de renda de 4 mil a 10 mil mensais e investimentos acima de 40 mil reais. Para ser cliente Santander Select é necessário ter uma renda mensal superior a 10 mil reais e investimentos somando mais de 200 mil reais de qualquer tipo.

O *Private Bank* é um serviço oferecido por grandes bancos aos seus clientes de maior patrimônio. Para ingressar nessa categoria e ser considerado "*Private*" o cliente deve possuir aplicações acima de R\$ 5 milhões de reais no Bradesco ou no mínimo R\$ 10 milhões no Itaú. Pode haver variações de acordo com cada banco.

O cliente *Private Bank* recebe uma gama de benefícios não disponíveis para clientes "comuns" com baixo volume de negócios financeiros. Entre outros, obtém investimentos de maior remuneração, oportunidades de investimento exclusivos, consultoria tributária e patrimonial, ofertas de crédito especiais e mimos para o fidelizar.

Eu calculo, com essa estatística da ANBIMA, a *riqueza média per capita de cada conta*. Ela é denominada equivocadamente de "cliente", embora um cliente possa ter várias contas. Apesar dessas limitações, seu acompanhamento dá uma ideia da evolução de movimentações das riquezas financeiras, seja valorizações, seja desvalorização, ao longo do tempo. Na tabela abaixo, mostro o ocorrido no ano corrente.



ANBIMA » Varejo   Estatísticas Consolidado de Distribuição de Produtos do Varejo	Saldo Médio Per Capita (em R\$)		
	dez/19	mar/20	mai/20
<b>TOTAL</b> <sup>[1][2]</sup>	<b>23.706,8</b>	<b>23.647,5</b>	<b>19.930,8</b>
<b>1. FUNDOS DE INVESTIMENTO 555 / FMP</b> <sup>[1]</sup>	<b>95.324,50</b>	<b>82.778,76</b>	<b>79.432,16</b>
Ações <sup>[1]</sup>	R\$39.364,94	R\$25.797,33	R\$30.325,87
<b>3. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS</b>	<b>75.666,40</b>	<b>71.966,29</b>	<b>75.960,70</b>
Renda Variável	R\$154.079,02	R\$90.479,09	R\$110.988,93
Renda Fixa	<b>68.793,76</b>	<b>69.978,71</b>	<b>72.219,93</b>
Títulos Públicos	R\$81.169,82	R\$75.719,00	R\$78.296,02
Títulos Privados	<b>67.599,15</b>	<b>69.426,21</b>	<b>71.640,91</b>
<b>4. POUPANÇA</b> <sup>[2]</sup>	<b>11.381,50</b>	<b>11.914,58</b>	<b>9.750,14</b>
Fundos de Ações - 157 <sup>[4]</sup>	R\$269,31	R\$169,53	R\$358,55
Poupança (Saldo <= R\$ 100,00) <sup>[3]</sup>	R\$15,62	R\$15,29	R\$15,30

O saldo médio per capita das contas do Varejo caiu em todos os meses. No total, foi de quase vinte e quatro mil reais (R\$ 23.707) para menos de vinte mil reais (R\$ 19.930). É uma perda de 16% no ano.

Nesses valores médios estão inclusos os depósitos de poupança. Apesar de excluir as 79,8 milhões dessas contas com saldos menores ou iguais a R\$ 100, as 85,3 milhões restantes distorcem os resultados médios. Se as desconsiderarmos, em maio de 2020, tinham 15,0 milhões de contas de Fundos de Investimentos Financeiros (FIF) e Títulos e Valores Mobiliários (TVM). Aumentou em relação aos 13,7 milhões existentes no fim de 2019.

Lembremos do número de ocupados formados em Ensino Superior ser 19,2 milhões pessoas, ou seja, nem todos possuem esses produtos financeiros um pouco mais sofisticados e, exigentes de maior Educação Financeira. *Cidadão bancarizado sim, Engenheiro Civil formado, mas não melhor que os depositantes de poupança...*

No Varejo Tradicional, diminuiu de quase treze mil reais (R\$ 12.862) para pouco mais de onze mil reais (R\$ 11.123). No Varejo de Alta Renda, a queda nominal foi de R\$ 136.525 para R\$ 123.212, valor mais de dez vezes acima do possuído pelo Varejo Tradicional.

Ao considerar só FIF e TVM, o Varejo Tradicional perdeu em média apenas R\$ 911, enquanto o Varejo de Alta Renda perdeu R\$ 21.055. Ambos perderam, em março de 2020, por terem aplicado em Fundos de Ações (-35,3%) e/ou diretamente em ações (-32,8%), ou seja, um 1/3 do investido em renda variável. Quem não se afastou da bolsa de valores recuperou um pouco até maio. Aposta em volatilidade.

<b>ANBIMA » Varejo   Estatísticas</b>	<b>Saldo Médio Per Capita (em R\$)</b>		
	<b>dez/19</b>	<b>mar/20</b>	<b>mai/20</b>
<b>Consolidado de Distribuição de Produtos do Varejo</b>			
<b>VAREJO TRADICIONAL</b> <sup>[1] [2]</sup>	<b>12.862,68</b>	<b>13.485,09</b>	<b>11.123,77</b>
<b>1. FUNDOS DE INVESTIMENTO 555 / FMP</b> <sup>[1]</sup>	<b>33.293,11</b>	<b>29.960,51</b>	<b>29.359,86</b>
Ações <sup>[1]</sup>	R\$12.366,72	R\$8.836,31	R\$10.577,83
<b>3. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS</b>	<b>34.763,79</b>	<b>37.526,43</b>	<b>36.981,26</b>
Renda Variável	<b>46.905,40</b>	<b>28.135,93</b>	<b>33.678,13</b>
Renda Fixa	<b>34.155,05</b>	<b>38.741,90</b>	<b>37.572,72</b>
<b>FIF + TVM = TOTAL - POUPANÇA</b>	<b>33.888,37</b>	<b>33.466,98</b>	<b>32.977,33</b>
<b>4. POUPANÇA</b> <sup>[2]</sup>	<b>9.971,58</b>	<b>10.443,26</b>	<b>8.455,74</b>
<b>VAREJO ALTA RENDA</b> <sup>[1] [2]</sup>	<b>136.525,43</b>	<b>121.481,14</b>	<b>123.212,72</b>
<b>1. FUNDOS DE INVESTIMENTO 555 / FMP</b> <sup>[1]</sup>	<b>222.032,66</b>	<b>192.553,84</b>	<b>189.291,86</b>
Ações <sup>[1]</sup>	R\$74.376,41	R\$45.896,32	R\$54.106,23
<b>3. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS</b>	<b>156.891,84</b>	<b>139.641,94</b>	<b>150.607,69</b>
Renda Variável	R\$269.980,90	R\$179.890,40	R\$220.153,14
Renda Fixa	<b>144.357,19</b>	<b>135.942,49</b>	<b>143.286,40</b>
<b>FIF + TVM = TOTAL - POUPANÇA</b>	<b>187.978,51</b>	<b>164.058,42</b>	<b>166.923,44</b>
<b>4. POUPANÇA</b> <sup>[2]</sup>	<b>46.771,14</b>	<b>46.000,60</b>	<b>46.897,39</b>

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Se servir de consolo, os 120 mil ricos também perderam, no *crash* de março de 2020, -8,9% de sua fortuna média. Para eles, isso representou ficar um milhão de reais mais “pobre” com a queda da sua fortuna de R\$ 10,9 milhões para R\$ 9,865 milhões. Não se lamentam tanto, porque, dois meses depois, já recuperaram ½ milhão de reais, acumulando R\$ 10,435 milhões. No ano passado, tinham ganhado dois milhões de reais...

maio de 2020	R\$ milhões	Número de Contas	Per Capita
Private	1.256.514,42	120.406	10.435.646,24
Varejo	2.000.034,43	100.349.011	19.930,78
<b>TOTAL</b>	<b>3.256.548,85</b>	<b>100.469.417</b>	<b>32.413,33</b>
<b>FF + TVM</b>			
Varejo Tradicional	331.766,63	10.060.445	32.977,33
Varejo de Alta Renda	836.820,93	5.013.202	166.923,44
SUBOTAL	1.168.587,56	15.073.647	77.525,20
<b>Com Private</b>	<b>2.425.101,98</b>	<b>15.194.053</b>	<b>159.608,63</b>

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Abaixo está a evolução dos valores brutos das riquezas dos diversos segmentos no período de dados comparativos disponíveis.

#### Valores em R\$ milhões dos Segmentos de Clientes de Bancos

Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-15	825.638	586.212	712.480	2.124.331
dez-16	853.085	693.964	831.594	2.378.642
dez-17	916.059	778.147	968.802	2.663.007
dez-18	958.703	872.590	1.080.826	2.912.119
dez-19	968.288	987.868	1.306.861	3.263.018
mai-20	1.028.553	971.481	1.256.514	3.256.549

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Percebe-se a perda da riqueza do Varejo Tradicional em relação ao PIB no ano passado (de 13,9% para 13,4%) e sua recuperação no ano corrente até maio (14,2%). Enquanto isso, os outros segmentos de clientes quebraram a firme tendência de elevação de suas riquezas em relação ao PIB.

#### Riqueza Financeira dos Segmentos de Clientes em Relação ao PIB

Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-15	13,8%	9,8%	11,9%	35,4%
dez-16	13,6%	11,1%	13,3%	37,9%
dez-17	13,9%	11,8%	14,7%	40,5%
dez-18	13,9%	12,7%	15,7%	42,3%
dez-19	13,4%	13,7%	18,1%	45,1%
mai-20	14,2%	13,4%	17,4%	45,0%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Houve grande concentração de riqueza financeira de 2015 até 2019 em desfavor do Varejo Tradicional (VT) com perda de 9,2 pp em participação no total. Em contrapartida, Varejo de Alta Renda (VAR) elevou de 27,6% para 30,3% do total e *Private Banking* (PB) de

33,5% para 40,1% do total. No ano de 2020, até maio, ambos estão empobrecendo relativamente: o VAR caiu para 29,8% do total e o PB perdeu maior parcela, pois foi para 38,6% do total. O VT se recuperou um pouco em relação a perda anterior para esses segmentos mais ricos.

### Concentração da Riqueza Financeira dos Segmentos de Clientes

Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-15	38,9%	27,6%	33,5%	100,0%
dez-16	35,9%	29,2%	35,0%	100,0%
dez-17	34,4%	29,2%	36,4%	100,0%
dez-18	32,9%	30,0%	37,1%	100,0%
dez-19	29,7%	30,3%	40,1%	100,0%
mai-20	31,6%	29,8%	38,6%	100,0%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

As variações percentuais nos anos foram as seguintes.

### Variações no Ano da Riqueza Financeira dos Segmentos de Clientes

Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-15	6%	17%	10%	10%
dez-16	3%	18%	17%	12%
dez-17	7%	12%	16%	12%
dez-18	5%	12%	12%	9%
dez-19	1%	13%	21%	12%
mai-20	6%	-2%	-4%	-0,2%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Sempre tem de se considerar as variações de riqueza per capita ser influenciada pelo maior aumento dos números de contas de clientes, principalmente, dos segmentos mais pobres em relação ao do número de ricos. É uma limitação da média. No período em análise (2015-2020) o número de clientes se elevou consideravelmente.

### Riqueza Financeira (HF+ TVM) Per Capita dos Segmentos de Clientes (R\$)

Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral	Clientes
dez-15	R\$46.410	R\$163.794	R\$6.483.339	R\$158.546	9.602.352
dez-16	R\$49.214	R\$174.446	R\$7.422.556	R\$174.025	10.181.607
dez-17	R\$47.146	R\$182.078	R\$8.210.069	R\$178.735	11.156.671
dez-18	R\$41.929	R\$190.565	R\$8.904.258	R\$184.934	11.712.023
dez-19	R\$33.888	R\$187.978	R\$10.852.168	R\$179.442	13.819.459
mai-20	R\$32.977	R\$166.923	R\$10.435.646	R\$159.608	15.194.053

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa) Obs.: sem depósitos de poupança

A riqueza média do VT (“classe média baixa”) caiu desde o ano do golpe. A do VAR (“classe média alta”) se elevou durante o governo golpista e caiu durante o governo populista de direita. Cada um dos 120 mil ricos do PB ganhou, em média, quase dois milhões de reais no ano passado. O *crash*, principalmente na bolsa de valores, obrigou-os a “devolver” um pouco...

Por que houve variações na riqueza financeira tão abruptas? Com a queda da taxa de juro básica em termos nominais, zerando-a em termos reais face à taxa de inflação esperada, houve um número significativo de investidores em busca da “sorte do iniciante”. Entram na bolsa de valores em fase altista de profecia autorrealizável.

O IPCA acumulado no ano até junho de 2020 registrou 0,07%. A SELIC nominal acumulou 1,75% e em termos reais 1,69%. O Ibovespa teve queda nominal em todos os meses do primeiro trimestre e alta nominal em todos os meses do segundo trimestre. Porém, dada a queda de -29,9% em março de 2020, ainda não se recuperou no ano, acumulando perda de -17,8% no primeiro semestre.

A “classe média” (Varejo) se arrisca e persiste no mercado de ações? A B3 disponibiliza dados sobre o perfil dos investidores em faixas de idade e gêneros. Mostram uma menor participação relativa dos mais velhos – e mais ricos em termos per capita.

Perfil PF por Faixa etária	Dez 2019 % Valor	Fev 2020 % Valor	Mar 2020 % Valor	Abr 2020 % Valor	Mai 2020 % Valor	Jun 2020 % Valor
Até 15 anos	0,58%	0,50%	0,58%	0,53%	0,55%	0,50%
De 16 a 25 anos	0,80%	0,68%	0,80%	0,88%	0,91%	0,96%
De 26 a 35 anos	6,11%	5,86%	6,86%	7,30%	7,40%	7,77%
De 36 a 45 anos	14,17%	14,31%	15,39%	16,05%	16,14%	16,71%
De 46 a 55 anos	17,85%	16,89%	17,41%	17,66%	17,74%	17,78%
De 56 a 65 anos	22,09%	22,39%	22,30%	21,86%	21,52%	21,33%
Maior de 66 anos	38,40%	39,39%	36,65%	35,71%	35,74%	34,95%
<b>TOTAL</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Fonte: B3 - Perfil de Investidores (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Isso ocorreu, principalmente, a partir do *crash* de março. No primeiro semestre de 2020, as perdas nominais dos mais idosos e mais ricos foram maiores. Em termos per capita, cada um dos 178,4 mil investidores acima de 66 anos teve perda média de R\$ 241 mil. Mas em todas as faixas houve perdas. Em termos relativos, os mais jovens até 25 anos e os da faixa de 46 a 55 anos perderam mais.

**Perfil dos Investidores em 30/12/2019 comparado com 30/06/2020**

Perfil PF por Faixa etária	Contas	Valor	Saldo	Contas	Valor	Saldo	Variação	Perda
	30/12/2019	R\$ bilhões	Per capita	30/06/2020	R\$ bilhões	Per capita	Per capita	Per capita em %
Até 15 anos	6.617	2,00	301.654,66	9.326	1,74	186.231,88	-115.422,78	-38%
De 16 a 25 anos	178.042	2,72	15.300,96	319.515	3,34	10.466,35	-4.834,61	-32%
De 26 a 35 anos	527.629	20,91	39.634,46	888.304	27,08	30.480,79	-9.153,66	-23%
De 36 a 45 anos	431.392	48,47	112.363,02	703.038	58,26	82.864,26	-29.498,76	-26%
De 46 a 55 anos	222.926	61,05	273.856,00	323.559	62,00	191.624,43	-82.231,57	-30%
De 56 a 65 anos	170.000	75,57	444.553,68	226.815	74,39	327.958,67	-116.595,01	-26%
Maior de 66 anos	142.148	131,36	924.133,60	178.418	121,87	683.081,25	-241.052,34	-26%
<b>TOTAL</b>	<b>1.678.754</b>	<b>342,09</b>	<b>203.777,65</b>	<b>2.648.975</b>	<b>348,68</b>	<b>131.626,62</b>	<b>-72.151,03</b>	<b>-35%</b>

Fonte: B3 - Perfil de Investidores (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

O que mais impressiona é a persistência na entrada de investidores Pessoas Físicas no mercado de ações. No primeiro semestre do ano corrente já se superou o total do ano passado!

Ano	Total PF	Variação Anual
	Qtd B3	
2002	85.249	
2003	85.478	229
2004	116.914	31.436
2005	155.183	38.269
2006	219.634	64.451
2007	456.557	236.923
2008	536.483	79.926
2009	552.364	15.881
2010	610.915	58.551
2011	583.202	(27.713)
2012	587.165	3.963
2013	589.276	2.111
2014	564.116	(25.160)
2015	557.109	(7.007)
2016	564.024	6.915
2017	619.625	55.601
2018	813.291	193.666
2019	1.681.033	867.742
2020	2.648.975	967.942

\*Posição de Junho/2020

Com 2,649 milhões de CPFs registrados, significa a "classe média" estar, de fato, fazendo uma "fezinha" na bolsa de valores. Veja no quadro anterior, os saldos per capita das faixas de idade sugerem ser do segmento do Varejo de Alta Renda e do *Private Banking*.

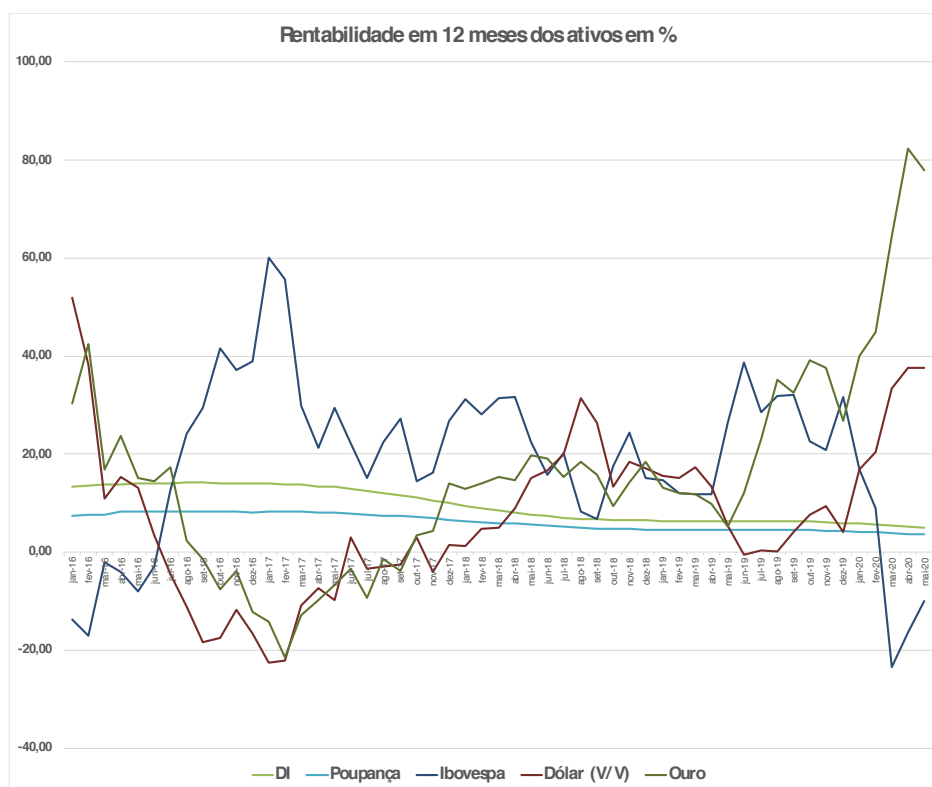
Nos últimos dois anos, em termos de valores absolutos de compra e venda nos diversos mercados da B3 (à vista, a termo, opções), as participações relativas dos tipos de investidores registraram elevação dos investidores individuais em 7 pp, tomando posições de praticamente todos os demais. Merece destaque especial a fuga relativa dos investidores estrangeiros (-3 pp), embora ainda mantenham o posto de maiores investidores na B3.

Classe Investidor	Total geral junho 2020		mai/17
	R\$	Part. (%)	Part. (%)
Investidores Individuais	R\$ 327.099.965.760	24,0%	16,9
Clubes de Investimento	R\$ 2.419.115.623	0,2%	0,3
Institucionais	R\$ 329.618.738.256	24,2%	26,7
Investidores Estrangeiros	R\$ 636.994.420.431	46,7%	49,8
Empresas Públicas e Privadas	R\$ 9.935.822.093	0,7%	0,6
Instituições Financeiras	R\$ 57.938.567.239	4,3%	5,7
Outros	R\$ 195.090.592	0,0%	0,0

Fonte: B3 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

O gráfico abaixo com a rentabilidade em 12 meses dos ativos financeiros em longo prazo (2010-2020) indica qual é a melhor posição financeira ou um balanceamento em portfólio (carteira de ativos) diversificado com diversificação de riscos para seus movimentos se compensarem? Predominará ganhos sobre perdas? O passado não tem regularidade para ser extrapolado para o futuro...





A renda fixa em DI e poupança foram as únicas aplicações sem perdas nominais, indicando aplicações mais seguras para quem acumulação capital com parcela da renda do trabalho, devagar e sempre. A renda variável do Ibovespa mostra ganho após o golpe de 2016 até haver o *crash* de março de 2020. Os mercados de risco (dólar e ouro) só entram em tendência de alta de cotações quando o Banco Central do Brasil adota um firme viés de baixa na fixação da taxa de juro básica.

A rentabilidade acumulada em 12 meses da tabela abaixo dá boa evidência empírica da volatilidade dos ativos de risco nessa década.



Data	Rentabilidade em 12 meses dos ativos (%)				
	DI	Poupança	Ibovespa	Dólar (V/V)	Ouro
2010	9,75	6,90	1,04	-4,31	32,26
2011	11,60	7,45	-18,11	12,58	15,85
2012	8,40	6,45	7,40	8,94	15,26
2013	8,06	6,37	-15,50	14,64	-17,35
2014	10,81	7,08	-2,91	13,39	12,04
2015	13,24	8,07	-13,31	47,01	33,63
dez-16	14,00	8,16	38,94	-16,54	-12,32
dez-17	9,94	6,61	26,86	1,50	14,07
dez-18	6,42	4,62	15,03	17,13	18,44
dez-19	5,96	4,26	31,58	4,02	26,74
jan-20	5,78	4,14	16,81	16,91	40,01
fev-20	5,57	4,02	8,98	20,33	44,94
mar-20	5,44	3,89	-23,47	33,41	64,42
abr-20	5,19	3,73	-16,45	37,56	82,35
mai-20	4,87	3,57	-9,92	37,70	77,95

Os investidores devem preferir ações e ouro em vez de títulos de renda fixa e dinheiro em caixa porque estes últimos oferecem retorno negativo e porque os Bancos Centrais vão imprimir mais dinheiro, acredita Ray Dalio, fundador do maior fundo hedge do mundo, o Bridgewater Associates (Valor, 10/07/2020). Desconfio ele já estar posicionado em ações e ouro, pronto para os vender aos iniciantes amadores...

Face à disparatada taxa de juro no Brasil, há notável preferência pela segurança, liquidez e rentabilidade dos títulos de dívida pública pelos investidores brasileiros. Veja sua predominância no mercado de renda fixa nos últimos dez anos.

Período	Títulos corporativos			Títulos bancários						Títulos de cessão de crédito (c)	Títulos privados (a+b+c)	Títulos públicos (d)	Mercado de renda fixa (a+b+c+d)
	Debêntures	Outros	Total (a)	CDB	LF	LCA	LCI	Outros	Total (b)				
2011	12%	0%	12%	23%	4%	1%	1%	1%	30%	3%	46%	54%	100%
2012	14%	0%	14%	18%	7%	2%	2%	1%	29%	4%	47%	53%	100%
2013	14%	0%	15%	16%	8%	3%	2%	1%	31%	4%	49%	51%	100%
2014	16%	0%	16%	13%	8%	3%	4%	1%	29%	5%	49%	51%	100%
2015	15%	0%	15%	11%	9%	4%	4%	0%	28%	4%	47%	53%	100%
2016	14%	0%	15%	11%	8%	3%	4%	0%	26%	4%	45%	55%	100%
2017	13%	1%	13%	12%	6%	2%	3%	0%	24%	4%	41%	59%	100%
2018	9%	1%	10%	14%	5%	2%	3%	1%	25%	4%	39%	61%	100%
2019	9%	1%	10%	14%	5%	2%	2%	1%	24%	4%	38%	62%	100%
mai/20	9%	1%	10%	18%	5%	2%	2%	2%	28%	4%	42%	58%	100%

Fonte: ANBIMA - Boletim PF (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Os investidores PF aplicam em títulos públicos federais através de investidores institucionais como os fundos de investimentos e os fundos de pensão (Previdência). Em ambos predomina o *capital acumulado com origem em O Trabalho*. As parcelas dos principais detentores, com a fuga dos não residentes (investidores estrangeiros), desde o golpe de 2016, se igualaram em abril, cada qual com 26% do total.

DETENTORES DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAL - (R\$ bilhões)								
Mês	Instituições financeiras <sup>1</sup>	Fundos de investimento <sup>2</sup>	Previdência <sup>3</sup>	Não residentes <sup>4</sup>	Governo <sup>5</sup>	Seguradoras <sup>6</sup>	Outros <sup>7</sup>	Total
dez-10	31%	26%	14%	11%	10%	4%	4%	100%
dez-11	31%	25%	15%	11%	9%	4%	4%	100%
dez-12	30%	25%	16%	14%	7%	4%	4%	100%
dez-13	30%	22%	17%	16%	7%	4%	4%	100%
dez-14	30%	20%	17%	19%	6%	4%	4%	100%
dez-15	25%	20%	21%	19%	6%	5%	5%	100%
dez-16	23%	22%	25%	14%	5%	5%	5%	100%
dez-17	22%	25%	25%	12%	5%	5%	6%	100%
dez-18	23%	27%	25%	11%	4%	4%	6%	100%
dez-19	25%	27%	25%	10%	4%	4%	5%	100%
jan-20	24%	27%	25%	11%	4%	4%	5%	100%
fev-20	24%	27%	25%	11%	4%	4%	5%	100%
mar-20	26%	26%	25%	10%	4%	4%	5%	100%
abr-20	26%	26%	26%	9%	4%	4%	6%	100%

Fonte: ANBIMA - Boletim RF (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Dado *crash* de março de 2020, provocado pelo início da pandemia e a adoção do distanciamento social com o fechamento obrigatório da maioria do setor terciário da economia, os detentores de debêntures – propagandeadas como fossem “as substitutas no mercado de capitais do BNDES” – tentaram as vender abruptamente em mercado secundário desorganizado.

A marcação-a-mercado com queda de seus valores contaminou as cotas dos Fundos de Crédito Privado e até mesmo dos Fundos DI pós-fixados. Os administradores de recursos de terceiros, em claro conflito de interesses entre bancos e clientes, os entupiram de debêntures sem avisar seus investidores conservadores avessos a “risco privado”. Resultado: *fuga dos investidores desses fundos*.

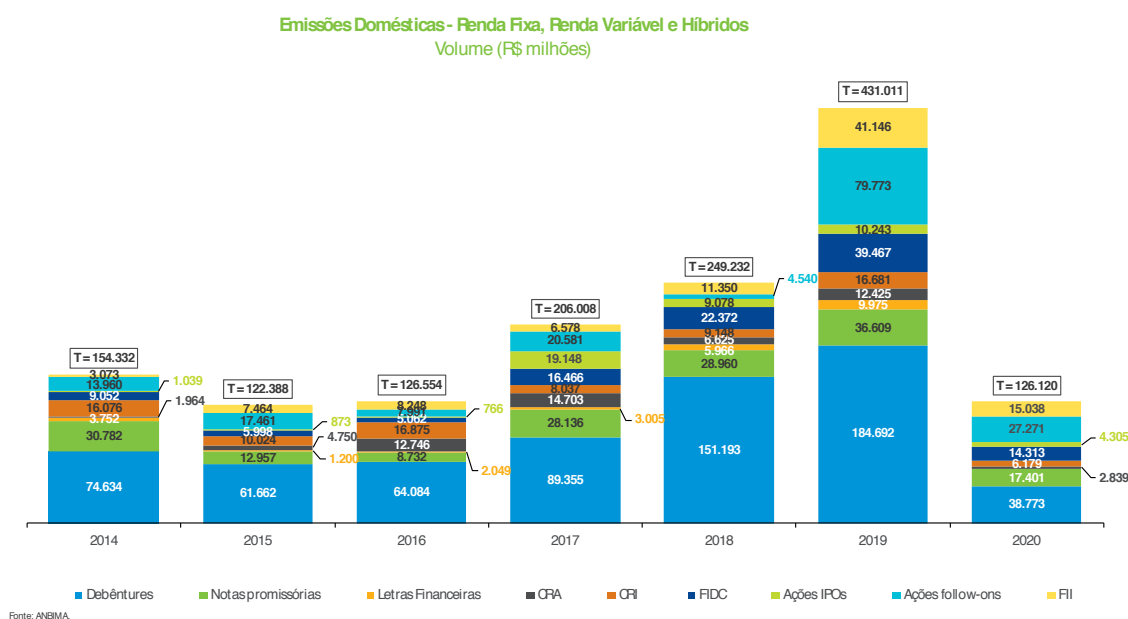
#### Subscritores de debêntures

Distribuição das ofertas por detentor - volume (R\$)							
Ofertas ICVM/400 e ICVM/476	2014	2015	2016	2017	2018	2019	jan-mai 2020
Pessoas físicas	3%	5%	3%	4%	3%	5%	1%
Fundos de Investimento	24%	23%	26%	55%	40%	49%	9%
Investidores estrangeiros	1%	3%	0%	1%	3%	1%	0%
Demais investidores institucionais	10%	6%	6%	5%	9%	4%	3%
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	62%	63%	65%	35%	45%	41%	87%

Os bancos originadores da operação estruturada de mercado de capitais para lançamento primário das debêntures com “garantia firme” agora entopem suas carteiras de crédito com elas. Substitui o crédito às empresas “*corporate*”, inclusive por evitar o pagamento de IOF.

O gráfico abaixo registra, até maio de 2020, o fim da “aventura” do ex-banqueiro de negócios, dublê de ministro de Economia, em seu propósito de substituir, de maneira oportunista, a *economia de endividamento público* pela *economia de mercado de*

*capitais* no Brasil. Com doutorado em monetarismo na Escola de Chicago, até hoje o submisso pensa “tudo bom para os *States* é bom para o Brasil”...



O quadro-síntese abaixo mostra o patrimônio líquido dos diferentes tipos de Fundos de Investimento escolhidos pelos diversos segmentos dos investidores. As cinco primeiras colunas representam *investidores institucionais* (Fundos de Previdência Fechados e Abertos, além de Seguradoras), cujo capital é de origem trabalhista. Somavam 35% em maio de 2019 e diminuíram para 34% um ano depois.

O grupo de clientes PJ, o *Corporate* e o *Middle-Market*, tinham, como patrimônio líquido dos Fundos, 12% em maio de 2019 e o *Corporate* perdeu um ponto percentual em maio de 2020. Passou de 10% para 9%. Ambos passaram a somar 11%.

Comparando essas Pessoas Jurídicas com as Pessoas Físicas, estas superam-nas nesse tipo de riqueza financeira: 28% contra 11%. O *Private Banking* caiu de 16% para 15%, o Varejo de Alta Renda manteve 8% e o Varejo Tradicional caiu de 6% para 5%.

ANEIMA» Fundos de Investimento   Relatórios													
Patrimônio líquido por classe ANEIMA x segmento de investidor													
Dados em R\$ milhões											Mai/2020		
Classe ANEIMA	BFC Emp. Públicas	BFCBmp. Privadas	FPPS	EAPC	Seguradora	Corporate	Middle Market	Privete	Varejo Alta Renda	Varejo Tradicional	Total	2020	2019
Renda Fixa	146.028,9	195.020,5	154.380,4	25.792,4	59.816,4	277.033,0	90.515,6	160.891,2	298.397,2	230.521,7	2.042.355,3	38%	43%
Ações	53.925,5	32.468,4	15.756,0	87,7	909,5	5.518,8	684,0	125.484,5	28.169,1	17.100,0	423.865,1	8%	7%
Multimercados	63.919,5	122.509,6	3.841,6	5.264,3	8.624,0	117.734,2	2.759,8	446.901,8	51.824,4	27.510,7	1.218.444,9	23%	21%
Cambial	0,2	9,0	0,0	27,8	454,6	1.354,0	386,7	1.725,3	1.763,4	664,4	7.173,0	0%	0%
Previdência	-	-	-	873.273,1	37.888,0	-	-	1,2	14,1	767,8	928.198,7	17%	17%
ETF	0,1	0,1	1,3	-	-	155,6	1,1	2,8	11.906,9	12,0	28.078,8	1%	0%
FIDC	997,8	488,8	787,2	94,4	165,9	73.496,5	12.354,8	14.292,5	1.087,4	1.397,6	185.346,4	3%	3%
FIP	3.421,7	3.758,2	1.479,3	0,2	266,1	16.235,6	474,5	39.792,8	4.792,4	3.304,3	312.839,9	6%	5%
FII	268,4	1.267,4	558,6	5,6	32,4	11.356,8	645,8	24.947,9	15.084,0	5.212,3	135.435,1	3%	2%
OFF-SHORE	-	26,7	4,8	-	0,0	45,0	78,9	585,5	771,4	216,2	48.869,6	1%	1%
<b>Total</b>	<b>268.562,1</b>	<b>355.548,8</b>	<b>176.809,2</b>	<b>904.545,4</b>	<b>108.156,9</b>	<b>502.929,6</b>	<b>107.901,1</b>	<b>814.625,5</b>	<b>413.810,4</b>	<b>286.706,9</b>	<b>5.330.806,9</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Em %- maio de 2020	5%	7%	3%	17%	2%	9%	2%	15%	8%	5%	100%		
Em %- maio de 2019	6%	7%	3%	17%	2%	10%	2%	16%	8%	6%	100%		

Fonte: ANEIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Em termos de alocação em tipos de Fundos (duas últimas colunas), as mudanças significativas no último ano foram a queda em Fundos de Renda Fixa de 43% para 38% e a elevação principalmente em Multimercados de 21% para 23%, superando em um ponto percentual os demais fundos com crescimento: Ações, ETF, FIP e FII. Apesar da propaganda enganosa, feita pela imprensa oficiosa, todos eles somam juntos apenas 18% do total, ou seja, 20 pp menos em comparação com RF.

Em visão de longo prazo, os Fundos de Renda Fixa detinham em dezembro de 2006, 54%; Fundos de Ações, 9%; Multimercados 23%; Previdência, 8%. Então, a grande alteração, nesse longo período, foi em junho de 2020, os RF terem caído para 38% e os aplicados pela Previdência Complementar, considerando tanto os fundos de pensão fechados quanto os abertos, terem elevado para 17%. Estes se apropriaram de 9 pp da perda de 16 pp pela RF. Emergiram ETF, FIDC, FIP e FII para tomar os demais 7 pp.

Para encerrar esse tópico de análise das variações dos portfólios dos segmentos de clientes, cabe voltar aos produtos bancários. São oferecidos pelos bancos, para eles captarem recursos de terceiros com a finalidade de lastrear a alavancagem financeira deles – e de seus clientes devedores de empréstimos.

Diferentemente de aplicações em ações, quando os investidores compartilham o risco de volatilidade em seus valores, nos produtos bancários (depósitos à vista, a prazo, de poupança, DPGE, letras de câmbio, letras hipotecárias, LCA, LCI, etc.), eles recebem uma taxa de juro estabelecida em contrato. Em geral, no Brasil, é um percentual de CDI, seja em depósitos a prazo, seja em depósitos de poupança.

Os dados fornecidos pelo FGC possibilitam análise por faixas de valor. Por isso, eu os agrupei por faixas típicas dos segmentos de clientes (VT, VAR e PB), para uma visão mais detalhada em relação ao reducionismo da média per capita vista anteriormente. Confira na tabela abaixo o portfólio das contas dos clientes, apresentadas por faixas de valor.

É um *retrato da concentração da riqueza financeira brasileira* em mãos de relativamente poucos. No topo, 31,5 mil são contas de produtos bancários com mais de R\$ 5 milhões e 36% do valor total. Certamente, em caso de PF, são de clientes do *Private Banking*. Em contraponto, 89% das contas (282,5 milhões) têm apenas 4% do valor total. Hipoteticamente, pertencem aos *párias* brasileiros. As demais (11% das contas e 96% do valor) devem pertencer às *castas brasileiras*.

Dessas “castas” 32,5 milhões das contas (10%) com 25% do valor pertencem ao Varejo Tradicional. E 2,9 milhões (1%) com 35% do valor total estão no Varejo de Alta Renda.

Aliás, o valor total de títulos e valores mobiliários (R\$ 2,655 trilhões em abril de 2020) equivale a cerca da metade do patrimônio líquido dos Fundos de Investimentos: R\$ 5,226 trilhões em abril de 2020. A maior parte dos recursos captados pelos bancos não se destinam a ser *funding* de crédito, mas sim a carregarem títulos de dívida pública, títulos de dívida direta (debêntures) ou ações de empresas, além de outros produtos exóticos em carteiras dos fundos.

Essa investigação da riqueza financeira brasileira instiga a compará-la com outros ativos, ou seja, outras formas de manutenção de estoques de riqueza, em especial, a imobiliária. O Trabalho pode ser Capital Acumulado também neles.

**TOTAL DOS CRÉDITOS POR TITULAR****Base: 04/2020**

Este quadro consolida as informações de todos os produtos de um titular por instituição financeira.

Faixa de Valor	Faixas		Total de Créditos				Per Capita F\$
	de	até	Contas de Clientes	%	Valores (F\$)	%	
1 a 6	0,01	5.000,00	282.577.196	89,40%	116.621.230.899	4,39%	412,71
7	5.000,01	10.000,00	11.019.449	3,49%	78.001.589.021	2,94%	7.078,54
8	10.000,01	15.000,00	5.404.065	1,71%	65.764.602.361	2,48%	12.169,47
9	15.000,01	20.000,00	3.207.352	1,01%	55.437.522.742	2,09%	17.284,51
10	20.000,01	50.000,00	7.619.072	2,41%	238.464.034.904	8,98%	31.298,30
11	50.000,01	100.000,00	3.245.875	1,03%	224.946.112.298	8,47%	69.302,15
<b>Subtotal Varejo Tradicional</b>	<b>5.000,01</b>	<b>100.000,00</b>	<b>30.495.813</b>	<b>9,65%</b>	<b>662.613.861.326</b>	<b>24,96%</b>	<b>21.728,03</b>
12	100.000,01	150.000,00	1.160.966	0,37%	140.008.674.834	5,27%	120.596,71
13	150.000,01	200.000,00	547.299	0,17%	94.116.593.920	3,54%	171.965,59
14	200.000,01	250.000,00	331.761	0,10%	73.637.154.561	2,77%	221.958,44
15	250.000,01	300.000,00	199.767	0,06%	54.467.045.599	2,05%	272.652,87
16	300.000,01	400.000,00	233.472	0,07%	80.081.412.341	3,02%	343.002,21
17	400.000,01	500.000,00	126.887	0,04%	56.402.442.341	2,12%	444.509,23
18	500.000,01	600.000,00	82.256	0,03%	44.744.749.238	1,69%	543.969,43
19	600.000,01	700.000,00	52.369	0,02%	33.822.390.466	1,27%	645.847,55
20	700.000,01	800.000,00	37.334	0,01%	27.871.209.334	1,05%	746.536,92
21	800.000,01	900.000,00	27.352	0,01%	23.159.894.256	0,87%	846.734,95
22	900.000,01	1.000.000,00	21.385	0,01%	20.268.919.224	0,76%	947.810,11
23	1.000.000,01	2.000.000,00	93.376	0,03%	126.384.682.795	4,76%	1.353.502,86
24	2.000.000,01	5.000.000,00	48.925	0,02%	147.778.746.642	5,57%	3.020.516,03
<b>Subtotal Varejo Alta Renda</b>	<b>100.000,01</b>	<b>5.000.000,00</b>	<b>2.941.764</b>	<b>0,94%</b>	<b>922.743.915.551</b>	<b>34,74%</b>	<b>313.670,27</b>
25	5.000.000,01	10.000.000,00	15.689	0,00%	107.325.022.780	4,04%	6.840.781,62
26	10.000.000,01	20.000.000,00	8.031	0,00%	109.601.622.756	4,13%	13.647.319,48
27	20.000.000,01	999.999.999,00	7.801	0,00%	736.087.756.308	27,72%	94.358.127,97
<b>Subtotal Private Banking</b>	<b>5.000.000,01</b>	<b>999.999.999,00</b>	<b>31.521</b>	<b>0,00%</b>	<b>953.014.401.844</b>	<b>35,9%</b>	<b>30.234.269,28</b>
<b>TOTAL</b>			<b>316.067.679</b>	<b>100%</b>	<b>2.654.993.409.619</b>	<b>100%</b>	<b>8.400,08</b>

Fonte: FGC (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

**Come angu, arrotta peru...**

A *soberba* é uma manifestação de orgulho, de pretensão, de superioridade sobre as outras pessoas. É a arrogância, a altivez, a autoconfiança exagerada. É uma manifestação negativa ao denotar

pretensão de superioridade, podendo se manifestar individualmente ou em grupo.

Ela é externada em manifestações ostensivas para menosprezar e massacrar os indivíduos considerados, por soberbos, como seres inferiores. O racismo, a xenofobia, o elitismo, o corporativismo, são comportamentos caracterizados pela soberba.

*Soberbo* é aquele indivíduo considerado orgulhoso e muito altivo. Ele está dominado pela arrogância. É um adjetivo para qualificar quem imagina estar acima dos outros. Ele tem soberba, além de ser muito vaidoso, por se sentir grandioso, sublime, magnífico, belo. Contra a soberba em riqueza deve se ter a virtude da humildade e da modéstia. *Quem compara, perde...*

*Esnobe* é quem se sente superior aos demais, desprezando o convívio com quem é humilde e, geralmente, copiando os hábitos de quem tem prestígio social e faz parte da "alta sociedade" [*high-society*]. Os esnobes humilham o povo por demonstrarem excesso de superioridade.

Ser *arrogante* significa ser altivo, prepotente, ter a convicção de ser *expert* em vários assuntos e, por isso, não ter interesse em ouvir outras opiniões. De modo geral, uma pessoa arrogante é considerada orgulhosa, soberba, presunçosa e extremamente vaidosa. De acordo com as regras sociais, nenhuma das características associadas ao sentimento de arrogância é positiva.

Etimologicamente, o termo "arrogante" se originou a partir do latim *adrogare*, com significado de "para exigir". É utilizado para definir a personalidade de alguém ao se colocar no direito de exigir um reconhecimento do mundo e, na realidade, não o merece.

Por fim, na gíria brasileira, *boçal* é aquele indivíduo exibicionista, esnobe e chato. Ele age com arrogância normalmente por ter melhores condições financeiras ou por se sentir superior aos outros. Um boçal demonstra pouca inteligência, educação e delicadeza em suas ações.

## Estimativa do Número de Milionários no Brasil

O número de milionários no Brasil cresceu 7% e chegou a 199 mil em 2019. A informação é do *World Wealth Report* de 2020, publicado pelo instituto de pesquisa Capgemini.

Em números brutos, o Brasil é 18º país com o maior contingente de milionários, parte em razão do seu tamanho, porque fica na frente de países ricos como Suécia e da Áustria. Estados Unidos, Japão, Alemanha e China, os quatro primeiros colocados no ranking, concentram 61,6% da chamada população HWNI. Esta é a sigla em inglês para Indivíduo com Alto Patrimônio Líquido, determinado por investimentos superiores a US\$ 1 milhão. Os EUA têm quase 6 milhões de milionários.

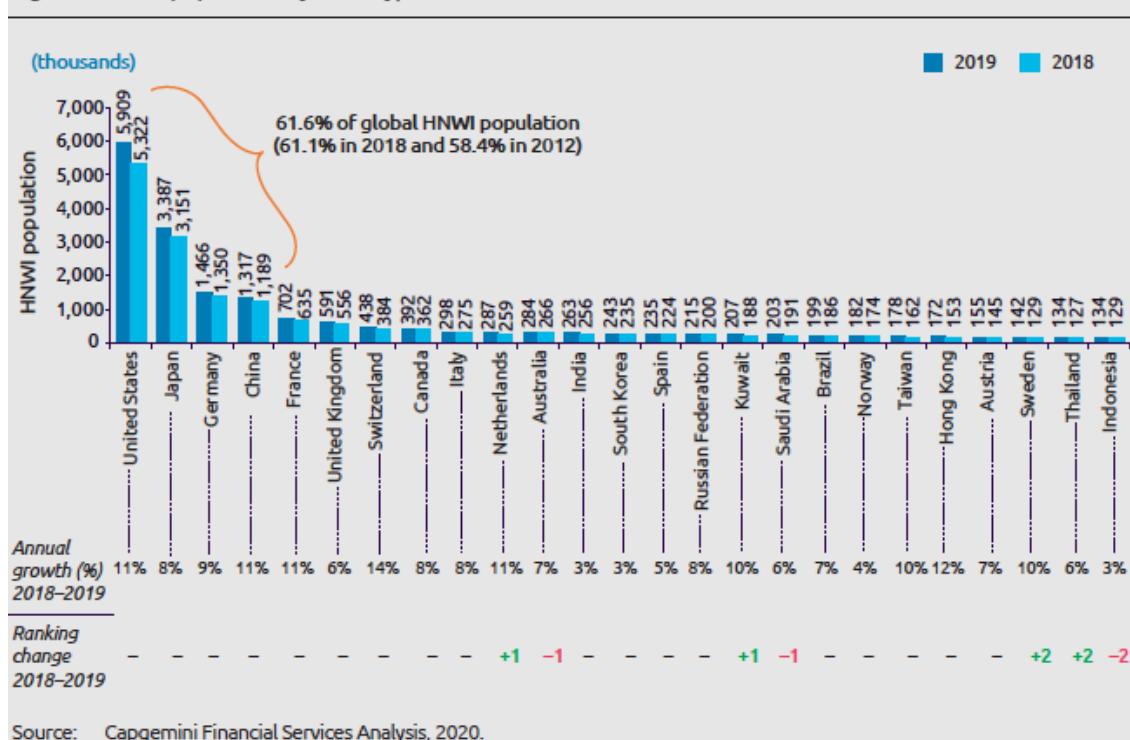
No início de 2020, a cotação do dólar era US\$ 4,02/R\$. Em 14/05/20, atingiu US\$ 5,94/R\$. Cotado em poder aquisitivo internacional, as fortunas em reais perderam quase 1/3 de seu valor. O limite mínimo para ser cliente Private Banking de R\$ 5 milhões em volume de negócios financeiros já está abaixo do valor nominal para ser milionário em dólares.

A Paridade do Poder de Compra (PPC) estima o poder de compra de uma moeda em comparação com a outra. Não altera seu poder de compra no país apenas por conta da depreciação da moeda nacional para compra no exterior.

Estados Unidos, Japão, Alemanha, China e França continuam como os cinco principais países pela população total de HNWI em 2019, com seu número aumentando significativamente em 2018. Os quatro principais países representaram quase 62% da população HNWI em 2019 e foram responsáveis por mais de 67% do crescimento populacional global de HNWI.



Figure 3. HNWI population by country, 2018–2019



A Pesquisa Global Insights HNW Capgemini 2020 consultou mais de 2.500 HNWIs em 21 dos principais mercados de riqueza na América do Norte, América Latina, Europa e região da Ásia-Pacífico. Os respondentes são classificados por dados demográficos e discriminados por região, idade, sexo, e faixa de riqueza. Para chegar a valores globais, em nível de região e países, toma como base para as ponderações as respectivas parcelas da população global de HNWI.

O problema dessa estatística é ter uma metodologia muito questionável. Usa o fluxo de renda nacional como *proxy* de estoque de riqueza. O Relatório Mundial da Riqueza 2020 informa abranger 71 países com possibilidade de dimensionamento de mercado, respondendo por mais de 98% da renda nacional bruta global e 99% da renda mundial, devido à capitalização em bolsa de valores.

Estima o tamanho e o crescimento da riqueza em várias regiões usando a metodologia da curva Capgemini Lorenz. Ela foi originalmente desenvolvida pela consultoria na década de 80. É atualizada, anualmente, para calcular o valor da riqueza do HNWI investida em nível macro.

A construção do coeficiente de Gini é baseada em “Curva de Lorenz”. É uma curva capaz de mostrar como a *proporção acumulada*

da renda varia em função da *proporção acumulada da população*, estando os indivíduos ordenados pelos valores crescentes da renda.

O modelo é construído em duas etapas:

1. a estimativa de riqueza total por país e
2. a distribuição desta riqueza em toda a população adulta daquele país.

É problema conceitual grave estimar *níveis totais de estoque de riqueza* por país com o uso de estatísticas de *fluxos de renda*. Consulta as Contas Nacionais de fontes reconhecidas como o Fundo Monetário Internacional e o Banco Mundial.

Supõe os *valores adicionados*, ao longo do tempo, permitirem chegar à *riqueza total acumulada no país*. Com a estatística de ativos financeiros em valor contábil, os resultados finais dos valores são ajustados com base nos índices mundiais de ações para refletir o *valor de mercado* de uma parcela do patrimônio dos HNWI.

A distribuição da riqueza por país é baseada em formulações hipotéticas. Pressupõe *relações estáveis entre riqueza e renda*. Os dados sobre distribuição de renda são fornecidos pelo Banco Mundial, Economist Intelligence Unit e pelas estatísticas nacionais disponíveis para certos países.

Em seguida, a Capgemini usa a resultante Curva de Lorenz para distribuir a riqueza pela população adulta em cada país. Para chegar à riqueza possível de ser investida como uma proporção da riqueza total, usa estatísticas de países com dados disponíveis para calcular seus volumes de riqueza investida. Daí extrapola essas descobertas para o resto do mundo!

Os números de ativos de investimento publicados incluem o valor das participações em *Private Equity* declaradas em valor contábil, bem como todas as formas de ações cotadas publicamente, títulos, fundos e depósitos em dinheiro. Excluem bens colecionáveis, consumíveis (como vinhos raros), bens de consumo duráveis e imóveis usados como residência principal.

Investimentos no exterior, teoricamente, são incorporados, mas apenas em países onde se faz estimativas precisas de fluxos de

propriedades e investimentos dentro e fora de suas jurisdições. No seu relatório, a Capgemini contabiliza também “economias não declaradas” (eufemismo para “dinheiro frio ou sujo”) por conta de sua estimativa ser baseada em relativo renda/riqueza.

Dadas as flutuações da taxa de câmbio, nos últimos anos, particularmente em relação ao dólar, avalia também o impacto das flutuações cambiais em seus resultados. A partir de sua própria análise, não submetida à auditoria externa, conclui: “nossa metodologia é robusta e as flutuações da taxa de câmbio não têm impacto significativo nas descobertas”. Ora, ora...

Os mercados de ações estavam otimistas em 2019, em meio à inércia da economia mundial, e recuperou o primeiro lugar em alocação em ativos nos patrimônios líquidos pessoais. As ações substituíram “caixa e equivalentes de caixa” para se tornarem a classe de ativos mais significativa de janeiro a fevereiro de 2020, quando passaram a representar 30% da carteira financeira global do HNWI, ou seja, com elevação de quase quatro pontos percentuais (pp) em relação ao primeiro trimestre de 2019.

Enquanto isso, “*dinheiro ou equivalentes a dinheiro* (ativos com alta liquidez)” caiu para a segunda posição em 25%, uma queda de três pontos percentuais em relação ao primeiro trimestre de 2019. Esses dados não refletem ainda o impacto significativo do surto de COVID-19 e a “armadilha da liquidez” em Grande Depressão deflacionária.

Em terceira posição, permaneceu “*renda fixa*” com 17%. Teve queda de 0,5 pp em relação ao primeiro trimestre de 2019.

Na quarta posição, estavam *imóveis* com queda de 1,2 pp para 14,6%. Está excluída a residência principal.

A última preferência na seleção de carteira de ativos, em nível global, se manteve em 13% com “investimentos alternativos”, incluindo produtos estruturados, fundos hedges (multimercados), derivativos, moeda estrangeira, commodities, e “*private equity*”. Este é um tipo de investimento onde um investidor aporta seu capital diretamente em empresas com potencial de crescimento, em médio ou longo prazo, com o intuito de lucrar com uma futura venda.

Avaliar o patrimônio líquido global de 2020 com tantas limitações metodológicas deve ser lida apenas como uma pesquisa para *insights*.

### Estratificação Social no Brasil de acordo com DIRPF

Estratificação social é o processo ou o sistema social onde a população se distribui, de maneira mais ou menos estrutural, em estratos, classes de renda e riqueza, e castas com Éthos cultural.

Graças à Lei Federal nº 12.527/2011, conhecida como Lei de Acesso à Informação, as informações referentes à atividade do Estado se tornaram públicas, exceto aquelas expressas na legislação. Por isso, embora com atraso de um ano em relação ao prazo de entrega, as Declarações para Imposto de Renda de Pessoa Física (DIRPF) entregues no ano passado referentes ao Ano Calendário (AC) 2018, foram liberadas para acesso público no site da Secretária da Receita Federal (SRF).

É uma fonte de informações imprescindível para *análise da estratificação social no Brasil*. Com elas, podemos classificar as classes de renda e riqueza, inclusive as não-financeiras, embora com limitações de estarem com valor histórico de aquisição, além da hierarquia pecuniária das castas de natureza ocupacional.

Para o debate metodológico a respeito do número de milionários no país, realizado no tópico anterior, as DIRPF oferecem alguns dados para se contrapor à estimativa realizada pela consultoria internacional. Calculei o *patrimônio líquido per capita*, através da subtração de Dívidas e Ônus dos Bens e Direitos apresentados nas diferentes faixas de salários mínimos. Daí observo o número dos milionários em reais, obtidos por média per capita, terem atingido do número de 1,162 milhão em 2018. Eram 4% do total de 30,269 milhões declarantes.

No Anexo Estatístico, encontram-se tabelas similares à apresentada abaixo, desde a DIRPF 2016-AC 2015, para análise da desigualdade social após o fim da Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014). Em 2015, eram 749,6 mil milionários; em 2016, 679,2 mil; em 2017, ano seguinte após o golpe, 1,139 milhão porque a média per capita da faixa de 30 a 40 salários mínimos também

ultrapassou um milhão de reais, no caso, atingiu R\$ 1,071 milhão. Em 2018, foram considerados “milionários em reais” todos a partir dessa mesma faixa, cuja média per capita foi de R\$ 1,103 milhão. É um critério arbitrário, mas se aproxima mais da realidade nacional.

Resumo das Declarações Por Faixa de Rendimentos Totais (em salários mínimos)						Valores em R\$ milhões		
Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Rendimentos Totais em %	Patrimônio Líquido em %	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$	Doações e Heranças	Doações e Heranças em %	Doações e Heranças Per Capita
Até 1/2	1.369.076	4,5%	0,0%	2,0%	128.312,95	33,98	0,0%	24,82
De 1/2 a 1	624.019	2,1%	0,2%	0,7%	95.461,07	15,35	0,0%	24,59
De 1 a 2	1.679.764	5,5%	1,0%	1,9%	97.227,83	80,56	0,1%	47,96
De 2 a 3	4.660.099	15,4%	4,4%	4,4%	81.916,46	195,00	0,2%	41,85
De 3 a 5	8.290.113	27,4%	11,9%	7,6%	79.374,75	841,13	0,9%	101,46
De 5 a 7	4.390.660	14,5%	9,6%	6,2%	121.340,23	1.578,26	1,7%	359,46
De 7 a 10	3.306.828	10,9%	10,2%	6,9%	179.160,89	2.541,14	2,7%	768,45
De 10 a 15	2.541.487	8,4%	11,4%	8,3%	281.556,23	3.749,61	4,0%	1.475,36
De 15 a 20	1.169.498	3,9%	7,4%	6,1%	449.475,01	3.194,20	3,4%	2.731,26
De 20 a 30	1.075.552	3,6%	9,6%	8,8%	703.015,07	5.539,43	5,9%	5.150,31
De 30 a 40	487.374	1,6%	6,2%	6,2%	1.103.126,63	4.373,53	4,6%	8.973,66
De 40 a 60	356.811	1,2%	6,3%	7,2%	1.730.065,24	6.716,37	7,1%	18.823,34
De 60 a 80	123.515	0,4%	3,1%	4,0%	2.774.204,31	4.634,02	4,9%	37.517,89
De 80 a 160	125.552	0,4%	5,0%	7,3%	5.008.997,06	10.626,23	11,3%	84.636,12
De 160 a 240	29.755	0,1%	2,1%	3,4%	9.943.284,06	5.687,10	6,0%	191.130,91
De 240 a 320	12.812	0,0%	1,3%	2,1%	14.422.065,49	3.599,79	3,8%	280.970,35
Mais de 320	26.099	0,1%	10,2%	16,9%	55.917.226,54	40.685,63	43,2%	1.558.896,00
<b>Total</b>	<b>30.269.014</b>	<b>100%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100%</b>	<b>285.024,53</b>	<b>94.091,33</b>	<b>100%</b>	<b>3.108,50</b>

Fonte: DIRPF 2019-AC 2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Evidentemente, caso se aplique a definição rigorosa para comparação internacional, excluindo o valor da residência principal, o número seria bem menor. Como apresentarei mais adiante, os valores percentuais de apartamento (15%) e casa (12%) somados costumam ser de 25% a 27% do valor de todos os Bens e Direitos a cada ano.

Então, se descontar 15% do valor de cada patrimônio líquido per capita por faixa de salários mínimos, na tabela acima, somente as três faixas superiores a 160 salários mínimos seriam milionárias em dólares. Grosso modo, 68.666 famílias atenderiam esse critério. O número de grupos econômicos por domicílio do *Private Banking* em dezembro de 2019 era 57.516, reunindo 120.424 CPFs. Caso se multiplicasse aquelas 69 mil famílias por três (média de pessoas por domicílio) o número estaria pouco acima do estimado pela a Capgemini: 199 mil milionários em dólares sem considerar a residência.

Considerando todos os Bens e Direitos e descontando dívidas, os valores médios per capita de suas fortunas são elevadíssimos: uma faixa com quase dez milhões de reais, outra com quase 14,5

milhões de reais e a no topo da pirâmide de riqueza a média per capita de 56 milhões de reais.

Antes de analisar a composição desses Bens e Direitos, vale destacar as crescentes participações do 0,1% mais rico de acordo com percentuais em rendimentos totais (10,2%), patrimônio líquido (16,9%) e, principalmente, doações e heranças: 43,2%! Indica a perpetuação hereditária dessa desigualdade social sem forte tributação progressiva e com desoneração de lucros e dividendos, como veremos.

Pela análise do resumo das declarações de recebedores de lucros e dividendos e rendimentos do sócio e titular de microempresa por faixa de rendimento total (em salários mínimos), poderemos dar um passo adiante na investigação dos instrumentos utilizados para o enriquecimento no Brasil. Focaliza a chamada "pejotização".

Recebedores de Lucros e Dividendos + Rend.Sócio e Titular Microempresa por Faixa de Rend. Total (€

Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Rendimentos Totais em %	Patrimônio Líquido em %	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$	Doações e Heranças em %
Até 1/2	40.940	1,3%	0,0%	0,2%	196.972,83	0,0%
De 1/2 a 1	31.702	1,0%	0,0%	0,1%	172.970,49	0,0%
De 1 a 2	148.759	4,6%	0,3%	0,4%	118.476,62	0,1%
De 2 a 3	277.219	8,6%	0,9%	0,9%	124.287,13	0,3%
De 3 a 5	577.267	18,0%	2,9%	2,4%	160.975,29	1,0%
De 5 a 7	382.567	11,9%	2,8%	2,4%	243.107,74	1,2%
De 7 a 10	365.333	11,4%	3,9%	3,3%	359.703,48	2,0%
De 10 a 15	371.267	11,6%	5,7%	4,8%	513.356,49	3,5%
De 15 a 20	230.468	7,2%	5,0%	4,3%	732.173,87	3,5%
De 20 a 30	275.095	8,6%	8,5%	7,2%	1.034.555,14	6,6%
De 30 a 40	157.909	4,9%	6,9%	5,8%	1.444.611,20	5,8%
De 40 a 60	155.935	4,9%	9,5%	8,5%	2.141.210,91	8,9%
De 60 a 80	67.814	2,1%	5,9%	5,6%	3.260.514,10	6,1%
De 80 a 160	80.606	2,5%	11,0%	11,7%	5.708.295,99	13,4%
De 160 a 240	21.100	0,7%	5,1%	5,9%	10.948.231,02	7,1%
De 240 a 320	9.342	0,3%	3,2%	3,8%	16.027.294,44	4,6%
Mais de 320	20.444	0,6%	28,5%	32,6%	62.664.745,51	35,8%
<b>Total</b>	<b>3.213.767</b>	<b>100%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100%</b>	<b>1.223.485,07</b>	<b>100%</b>

Fonte: DIRPF 2019-AC 2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Para efeito comparativo entre as duas últimas tabelas, o corte com foco em recebedores de lucros e dividendos, inclusive sócios e titulares de microempresa, já coloca a média per capita do patrimônio líquido da faixa de 20 a 30 salários mínimos entre os *milionários em reais*. Nesse caso, somariam mais 275 mil declarantes. Considerando somente a faixa acima de 30 salários mínimos, seriam 513.150



milionários, ou seja, quase a metade daquela média do total de declarantes milionários seria composta por “pejotizados”.

Uma estimativa inédita do grau de “pejotização”, isto é, CNPJs usados em lugar de CPFs para trabalhadores sem direitos trabalhistas por empresas os contratarem como fossem “microempresas” prestadoras de serviços, está na próxima tabela. É possível verificar na última linha como foi crescente o percentual de declarantes como sócio ou titular de microempresa desde 2015 (8,8%) até 2018 (10,6%). Teria sido o efeito da reforma trabalhista neoliberal?

**Recebedores de Lucros e Dividendos (inclusive ME) em Declarantes Totais por Faixa RT (WM)**

<b>Faixa de Salário Mín. Mensal</b>	<b>Pejotização 2015</b>	<b>Pejotização 2016</b>	<b>Pejotização 2017</b>	<b>Pejotização 2018</b>
Até 1/2	2%	2%	3%	3%
De 1/2 a 1	3%	4%	5%	5%
De 1 a 2	8%	8%	10%	9%
De 2 a 3	4%	5%	7%	6%
De 3 a 5	5%	6%	7%	7%
De 5 a 7	6%	7%	9%	9%
De 7 a 10	8%	9%	12%	11%
De 10 a 15	12%	13%	15%	15%
De 15 a 20	16%	17%	20%	20%
De 20 a 30	22%	22%	26%	26%
De 30 a 40	29%	30%	33%	32%
De 40 a 60	38%	39%	43%	44%
De 60 a 80	48%	48%	53%	55%
De 80 a 160	59%	58%	63%	64%
De 160 a 240	67%	66%	71%	71%
De 240 a 320	71%	70%	73%	73%
Mais de 320	76%	74%	79%	78%
<b>Total</b>	<b>8,8%</b>	<b>9,1%</b>	<b>11,1%</b>	<b>10,6%</b>

Fonte: DIRPF 2019-AC 2018 (elab. Fernando Nogueira da Costa)

Em curto prazo, a tabela comprova a “pejotização” favorecer o enriquecimento pelo aumento dos fluxos de renda recebida. Em todas as faixas de salários mínimos mensais, na série temporal (2015-2018), houve aumento dos percentuais de “pejotizados” em faixas superiores, indicando a mobilidade social proporcionada pelo instrumento cuja finalidade principal é cortar os encargos trabalhistas pagos pelas empresas.

Vale a pena investigar dados mais detalhados para a *análise da estratificação social brasileira*. O estudo da SRF, “Grandes Números

do IRPF, Exercício 2018, Ano-Calendário 2017”, apresentou uma tabela adicional com o tipo de rendimento isento e não tributáveis, estratificado por faixas de salários mínimos. Ela propicia um detalhamento antes inacessível aos pesquisadores.

As participações relativas dos tipos de rendimentos costumam ser, em todos os anos, 59% tributáveis, 31% isentos e não-tributáveis e 10% sujeitos à tributação exclusiva ou definitiva. Interessante é verificar as mudanças de acordo com cada faixa de salários mínimos mensais.

Na tabela abaixo, aparece o “segredo do negócio” para enriquecimento na economia brasileira. Aliás, é como acontece na economia norte-americana. Os contribuintes acumulam uma riqueza significativa ao minimizar seus rendimentos tributáveis e maximizar seus rendimentos tributáveis exclusiva ou definitivamente na fonte e os isentos e não tributáveis, especialmente estes últimos. Preferencialmente, evitam converter estoque de riqueza em renda, pelo resgate ser tributável, e optam sempre por isenções fiscais.

#### Resumo das Declarações Por Faixa de Rendimentos Totais (em sal. mínimos)

Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Participações	Participações Acumuladas	Rendim. Tribut.	Rendim. Tribut. Exclus.	Rendim. Isentos	Rendimentos Totais (R\$ milhões)
Até 1/2	1.351.834	5%	5%	61%	13%	27%	100%
De 1/2 a 1	640.769	2%	7%	90%	2%	8%	100%
De 1 a 2	1.578.831	5%	12%	82%	4%	14%	100%
De 2 a 3	4.437.466	15%	28%	88%	4%	8%	100%
De 3 a 5	7.945.451	27%	55%	82%	7%	12%	100%
De 5 a 7	4.220.858	15%	69%	78%	7%	15%	100%
De 7 a 10	3.192.689	11%	80%	75%	8%	17%	100%
De 10 a 15	2.429.334	8%	89%	71%	8%	21%	100%
De 15 a 20	1.128.245	4%	93%	67%	9%	25%	100%
De 20 a 30	1.037.001	4%	96%	62%	9%	29%	100%
<b>Remediados</b>	<b>27.962.478</b>	<b>96%</b>	<b>Médias</b>	<b>75%</b>	<b>7%</b>	<b>18%</b>	<b>100%</b>
De 30 a 40	466.460	2%	98%	56%	10%	33%	100%
De 40 a 60	352.400	1%	99%	47%	12%	41%	100%
De 60 a 80	125.910	0,43%	99,3%	37%	13%	50%	100%
De 80 a 160	127.080	0,44%	99,8%	26%	15%	59%	100%
De 160 a 240	29.341	0,10%	99,9%	19%	16%	65%	100%
De 240 a 320	12.670	0,04%	99,9%	16%	16%	67%	100%
Mais de 320	25.177	0,09%	100,0%	9%	20%	70%	100%
<b>Milionários</b>	<b>1.139.038</b>	<b>4%</b>	<b>Médias</b>	<b>30%</b>	<b>15%</b>	<b>55%</b>	<b>100%</b>
<b>Total</b>	<b>29.101.516</b>	<b>100%</b>		<b>59%</b>	<b>10%</b>	<b>31%</b>	<b>100%</b>

Fonte: DIRPF2018-AC2017 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)



Quem declara rendimentos abaixo de um salário mínimo, tem 90% tributáveis. Quem recebe acima de 320 salários mínimos tem apenas 9% tributável – e 70% isentos! Confira as médias dos *remediados*: 75% tributável, 7% exclusivo e 18% isentos. No caso dos *milionários*, são respectivamente 30%, 15% e 55%, ou seja, uma ordem de importância inversa – e de maneira crescente por faixas.

Veja as tabelas elaboradas a partir do estudo da SRF, “Grandes Números do IRPF, Exercício 2018, Ano-Calendário 2017”. No caso do detalhamento dos rendimentos sujeitos à tributação exclusiva ou definitiva, considerando todos os declarantes, o maior rendimento é o propiciado por um mês do 13º. salário (31,7% do total), inclusive superando os rendimentos anuais de aplicações financeiras (30,3% do total).

Comprova minha hipótese, levantada no Prefácio deste livro: *a renda de O Trabalho supera os rendimentos de O Capital Financeiro*. No entanto, é necessário aprender com os mais ricos: eles recebem muito menos renda salarial em relação aos rendimentos de juros. Alguém “esperto” comentaria: “por isso mesmo eles são ricos”!

**Tipo de Rendimento Sujeito à Tributação Exclusiva estratificado por Faixas de Salários Mínimos**

Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	13º Salário Per Capita em R\$	Em %	Rend. de Aplicações Financeiras per capita no ano em R\$	Em %	13º salário em %	Rend. de Aplicações Financeiras em %
Até 1/2	1.351.834	5%	12,66	0,0%	37,38	0,1%	21%	61%
De 1/2 a 1	640.769	2%	86,94	0,1%	129,35	0,1%	34%	51%
De 1 a 2	1.578.831	5%	387,29	0,6%	174,03	0,3%	61%	27%
De 2 a 3	4.437.466	15%	921,81	4,3%	108,99	0,5%	81%	10%
De 3 a 5	7.945.451	27%	2.171,91	18,3%	217,66	1,9%	75%	8%
De 5 a 7	4.220.858	15%	3.058,91	13,7%	524,57	2,5%	65%	11%
De 7 a 10	3.192.689	11%	4.046,52	13,7%	1.063,49	3,8%	57%	15%
De 10 a 15	2.429.334	8%	5.420,64	14,0%	2.171,91	5,9%	50%	20%
De 15 a 20	1.128.245	4%	7.127,84	8,5%	4.206,77	5,3%	42%	25%
De 20 a 30	1.037.001	4%	9.357,09	10,3%	7.777,99	9,0%	36%	30%
De 30 a 40	466.460	2%	12.002,11	5,9%	14.041,95	7,3%	30%	36%
De 40 a 60	352.400	1%	13.279,68	5,0%	26.105,14	10,2%	21%	41%
De 60 a 80	125.910	0,43%	13.960,34	1,9%	46.270,77	6,5%	14%	45%
De 80 a 160	127.080	0,44%	13.162,94	1,8%	87.508,03	12,3%	7%	50%
De 160 a 240	29.341	0,10%	16.511,24	0,5%	174.677,42	5,7%	5%	50%
De 240 a 320	12.670	0,04%	26.174,38	0,4%	253.948,15	3,6%	5%	50%
Mais de 320	25.177	0,09%	37.537,07	1,0%	901.884,12	25,2%	2%	38%
<b>Total</b>	<b>29.101.516</b>	<b>100%</b>	<b>3.238,52</b>	<b>100%</b>	<b>3.094,84</b>	<b>100%</b>	<b>31,7%</b>	<b>30,3%</b>

Fonte: DIFPF2018-AC2017 - Tabelas Adicionais (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Os declarantes das faixas iniciais, provavelmente, não atendem ao primeiro item das exigências de DIRPF, mas sim às demais. Segundo a Receita, é obrigado a declarar o Imposto de Renda quem:

1. recebeu rendimentos tributáveis (como salários e aluguéis), cuja soma anual foi superior a R\$ 28.559,70;

2. recebeu rendimentos isentos, não tributáveis ou tributados exclusivamente na fonte (por exemplo: indenizações trabalhistas, caderneta de poupança ou doações) em valor superior a R\$ 40 mil;
3. obteve, em qualquer mês, ganhos na venda de bens ou direitos sujeitos à incidência de imposto de renda, como imóveis vendidos com lucro;
4. realizou operações de investimentos em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas;
5. teve, no ano, receita bruta em valor superior a R\$ 142.798,50 em atividade rural;
6. tinha, em 31 de dezembro, a posse ou a propriedade de bens ou direitos, inclusive terra nua, de valor total superior a R\$ 300 mil;
7. passou à condição de residente no Brasil em qualquer mês e, nessa condição, encontrava-se em 31 de dezembro.

Quem está no topo das faixas de renda (acima de 320 salários mínimos a cada mês) recebe cerca de  $\frac{1}{4}$  do total de seus rendimentos devido às aplicações financeiras. Aliás, 91% desse tipo de rendimentos é recebido pelas faixas acima de 10 salários mínimos.

É relevante detalhar a composição dos rendimentos sujeitos à tributação exclusiva ou definitiva da faixa mais rica. Pelos tipos de rendimentos, como esperado, estão nelas os capitalistas.

Assim como os dividendos, os Juros sobre Capital Próprio (JCP) são uma forma de distribuição de lucro comum entre empresas de capital aberto. JCP se justificam como compensação pelo custo de oportunidade, incorrido pelos acionistas, em vez de fazer outras aplicações com seu capital. É como fossem credores dessas empresas.

As empresas se utilizam dos JCP como um artifício contábil para pagar menos impostos. Isso porque os pagamentos deles, contabilmente, são despesas realizadas antes do lucro líquido. Quando são depositados na conta do acionista da empresa, o Imposto de Renda incide sobre o valor com uma taxa de 15%. No caso dos

dividendos, para os acionistas são isentos e para a empresa, tributáveis.

<b>Rendim. Sujeitos à Tributação Exclusiva/Definitiva da faixa &gt; 320 SM</b>	<b>Em %</b>
<b>Rend. de Aplicações Financeiras</b>	38%
<b>Ganho Cap. na alienação de bens ou direitos</b>	22%
<b>Juros sobre capital próprio</b>	18%
<b>Ganhos líquidos em renda variável</b>	10%
<b>Participação nos lucros ou resultados</b>	2%
<b>Ganho Cap. alien. bens/dir. e aplic. adquir. moeda estrang.</b>	2%
<b>13º salário</b>	2%
<b>Outros</b>	6%
<b>Total</b>	<b>100%</b>

Fonte: DIRPF2018-AC2017 - Tabelas Adicionais (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Dividendos são uma parcela do lucro apurado por uma Sociedade Anônima, distribuída aos acionistas por ocasião do encerramento do exercício social. Pode-se optar pelo reinvestimento automático do dividendo para comprar mais ações. O dividendo só será distribuído após efetuados os devidos descontos em favor do Estado. No Brasil, a lei 6.404 obriga as sociedades a distribuírem pelo menos 25% dos lucros.

Os dividendos, se constar no estatuto da empresa, podem ter periodicidade diversa: mensal, trimestral, semestral, anual, etc. A Assembleia Geral Ordinária (AGO) é quem determina a parcela a ser distribuída como dividendo, de acordo com os interesses da empresa, através da manifestação da maioria controladora. O montante a ser distribuído deverá ser dividido pelo número de ações emitidas pela empresa. Ações de mesma natureza têm a mesma remuneração.

Para o investidor PF, a vantagem é ao receber dividendos ele não ser tributado. A justificativa é a empresa já ter sido, quando houve a apuração de seu lucro líquido. Caso contrário, seria bitributação...

Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não estão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integram a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no país ou no

exterior. Este é o artigo 10 da Lei 9.249/1995, aprovado no primeiro ano do governo neoliberal de FHC.

**Tipo de Rendimento Isento e Não Tributáveis estratificado por Faixas de Salários Mínimos**

Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Lucros e dividendos recebidos	Transferências patrimoniais / doações e heranças	Rendimentos de poupanças, letras hipotecárias, LCI, LCA, CRI, CRA	Rendimentos de sócio de ME ou optante pelo Simples, exceto pró-labore	Parcela isenta de aposentadoria de maior de 65 anos	Subtotal
Até 1/2	1.351.834	5%	12,5%	1,5%	34,1%	18,2%	3,8%	70,1%
De 1/2 a 1	640.769	2%	10,6%	1,5%	16,3%	21,8%	16,6%	66,8%
De 1 a 2	1.578.831	5%	7,8%	1,2%	8,7%	17,9%	36,3%	72,0%
De 2 a 3	4.437.466	15%	7,1%	1,2%	7,3%	16,3%	37,5%	69,4%
De 3 a 5	7.945.451	27%	6,2%	1,6%	6,4%	12,7%	38,0%	64,9%
De 5 a 7	4.220.858	15%	8,1%	3,2%	6,8%	13,9%	29,1%	75,5%
De 7 a 10	3.192.689	11%	10,9%	4,4%	7,0%	15,0%	20,2%	68,5%
De 10 a 15	2.429.334	8%	14,5%	4,9%	6,9%	16,1%	12,4%	63,2%
De 15 a 20	1.128.245	4%	19,2%	5,6%	7,0%	17,0%	8,1%	60,8%
De 20 a 30	1.037.001	4%	24,1%	6,3%	6,9%	16,3%	5,5%	62,7%
<b>Remediados</b>	<b>27.962.478</b>	<b>96%</b>	<b>12,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>10,8%</b>	<b>16,5%</b>	<b>20,7%</b>	<b>67,4%</b>
De 30 a 40	466.460	2%	29,0%	7,1%	6,7%	14,7%	3,8%	61,3%
De 40 a 60	352.400	1%	35,2%	8,4%	6,4%	13,3%	2,0%	66,6%
De 60 a 80	125.910	0,43%	40,0%	9,5%	6,2%	11,8%	1,2%	69,2%
De 80 a 160	127.080	0,44%	47,7%	11,9%	6,5%	8,9%	0,7%	75,5%
De 160 a 240	29.341	0,10%	54,5%	13,5%	7,1%	4,8%	0,3%	80,3%
De 240 a 320	12.670	0,04%	56,2%	13,5%	7,4%	3,0%	0,2%	80,3%
Mais de 320	25.177	0,09%	45,2%	28,3%	8,8%	0,6%	0,1%	82,9%
<b>Milionários</b>	<b>1.139.038</b>	<b>4%</b>	<b>44,0%</b>	<b>13,2%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>1,2%</b>	<b>73,7%</b>
<b>Total</b>	<b>29.101.516</b>	<b>100%</b>	<b>25,2%</b>	<b>7,3%</b>	<b>9,2%</b>	<b>13,1%</b>	<b>12,7%</b>	<b>70,0%</b>

Fonte: DIRPF2018-AC2017 - Tabelas Adicionais (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

O resultado dessa isenção fiscal para a concentração da renda no Brasil está na tabela acima: os “remediados” (abaixo de 30 salários mínimos) têm, em média, apenas 12% de seus rendimentos isentos por serem lucros e dividendos recebidos. Quanto mais pobre, maior peso está na *parcela isenta de aposentadoria de maior de 65 anos*.

Nas duas primeiras faixas, o peso maior está em *rendimentos de poupança, LCI, LCA, etc.* Esses declarantes podem ter recebido valor superior a R\$ 40 mil nesses rendimentos e, por isso mesmo, serem obrigados a entregar a DIRPF.

Mas os “milionários”, disparadamente, têm a maior participação (em média 44%) dos rendimentos isentos nos *lucros e dividendos recebidos*. Em seguida, de acordo com a transição para faixas mais ricas, aumenta a participação de *transferências patrimoniais por doações e heranças*. No topo da pirâmide, essa preservação da riqueza na família atinge 28%. A *parcela isenta de aposentadoria de maior de 65 anos* tem menor importância para os ricos.

Em sentido inverso, a participação média dos *rendimentos de sócio ou titular de microempresa ou optante pelo Simples, exceto*

pró-labore, vai perdendo importância de acordo com a elevação da renda. A média dos “remediados” é 16,5%, praticamente, o dobro da média dos “milionários” (8,2%).

Voltemos, então, ao detalhamento dos recebedores de lucros e dividendos, além de rendimentos de lucros e dividendos, inclusive de sócio e titular microempresa, por faixa de rendimento total. Quais são as ocupações desses 3,214 milhões “pejotizados”?

Recebedores de Lucros e Dividendos + Rend.Sócio e Titular Microempresa por Faixa de Rendimento Total				Valores em R\$ milhões			
Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Rendimentos Totais em %	Rendimentos Totais Per Capita mensais R\$	Patrimônio Líquido em %	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$	Doações e Heranças em %
Dirigente, pres., diretor emp. indust., com. ou prest. serv.	886.791	27,6%	38,8%	33.276,29	46,1%	2.043.002,43	24,5%
Médico	208.516	6,5%	10,6%	38.473,28	6,8%	1.286.652,64	2,7%
Advogado	100.100	3,1%	4,4%	33.018,40	3,8%	1.506.739,26	2,8%
Gerente ou superv. empresa indust., comerc. ou prest. sen	148.064	4,6%	4,5%	23.087,82	4,2%	1.116.016,29	3,8%
Engenheiro, arquiteto e afins	102.725	3,2%	4,2%	31.081,97	4,9%	1.867.125,67	3,3%
Produtor na exploração agropecuária	88.632	2,8%	3,4%	28.854,72	3,8%	1.691.376,37	3,8%
Economista, administrador, contador, auditor e afins	82.480	2,6%	3,7%	33.664,23	3,4%	1.630.906,12	6,7%
Analista de sist., desenv.de soft., adm.de redes e banco el	54.881	1,7%	1,1%	15.548,48	0,7%	509.306,86	0,8%
Vendedor e prestador de serviços do comércio, ambulante	58.717	1,8%	0,7%	8.490,53	0,5%	310.679,18	0,7%
Bancário, economiário, escriturário, agente, assistente etc	70.039	2,2%	1,2%	12.485,97	0,7%	395.847,35	2,0%
Odontólogo	33.182	1,0%	0,8%	17.351,51	0,6%	743.508,54	1,0%
Profissional de marketing, publicidade e da comercializaçã	14.199	0,4%	0,4%	23.156,99	0,4%	1.121.578,58	0,7%
Professor do ensino superior	19.075	0,6%	0,7%	27.470,51	0,6%	1.154.518,10	0,9%
Fonoaudiólogo, fisioterapeuta, terapeuta ocupacional e afi	21.824	0,7%	0,3%	11.217,51	0,2%	335.143,04	0,7%
Psicólogo	11.563	0,4%	0,3%	18.126,56	0,2%	843.120,36	0,8%
Enfermeiro nível sup., nutricionista, farmacêutico e afins	21.237	0,7%	0,3%	12.311,91	0,2%	359.999,56	0,6%
Agente e representante comercial, corretor, leiloeiro, afins	10.155	0,3%	0,2%	17.205,68	0,2%	788.086,66	0,2%
Jornalista e repórter	8.741	0,3%	0,2%	20.335,52	0,2%	1.014.947,71	0,3%
Agrônomo e afins	7.281	0,2%	0,2%	24.201,80	0,2%	1.141.097,48	0,2%
Veterinário, patologista (veterinário) e zootecnista	8.526	0,3%	0,2%	15.853,22	0,1%	663.934,94	0,4%
Demais Ocupações	1.257.039	39,1%	23,9%	14.449,00	22,1%	690.200,38	43,3%
<b>Total</b>	<b>3.213.767</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>23.641,92</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.223.485,07</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: DIRPF 2019-AC 2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Quase 28% (887 mil) se apresentam como “dirigente, presidente, diretor de empresa industrial, comercial ou de prestação de serviço”. Recebem 39% dos rendimentos totais e têm 46% do patrimônio líquido total.

Suas *doações e heranças* são maiores em relação às das demais ocupações, mas em percentual inferior ao de sua quantidade: 25%. Recebem os segundos maiores *rendimentos totais per capita* (R\$ 33.276), abaixo apenas dos 209 mil médicos “pejotizados” com R\$ 38.473.

Economistas, administradores, contadores, advogados, engenheiros, arquitetos e afins têm rendimentos totais per capita não tão distantes, em torno de R\$ 33 mil. As ocupações dos “pejotizados” com formação universitária, inclusive profissional de marketing, professor de Ensino Superior, jornalista e repórter, agrônomo e afins, se destacam em patrimônio líquido per capita. Embora seus bens e direitos (descontados de dívidas) sejam um pouco inferiores à média possuída pelos “dirigentes de empresas e microempresas” (R\$ 2,043

milhões), esses profissionais liberais são milionários em reais. O Trabalho é capital acumulado...

### Castas Brasileiras

*Casta* é um sistema tradicional, hereditário ou social de estratificação, ao abrigo da lei e com base em classificações como a raça, a cultura, a ocupação profissional, a religião, etc. Casta em sânscrito (língua antiga falada na Índia) significa "cor".

A Índia e alguns países de religião hindu, como o Nepal, possuem um *sistema de castas*. É uma divisão social importante na sociedade, porém a Constituição indiana rejeita a discriminação com base na casta, em consonância com os princípios democráticos e seculares fundadores da nação.

As castas são um *grupo social hereditário*, no qual a condição do indivíduo passa de pai para filho. Cada integrante só pode casar-se com pessoas do seu próprio grupo.

Existem quatro tipos de castas na Índia:

1. os *brahmin* são os sacerdotes e letrados;
2. os *kshatriya* são os guerreiros;
3. os *vaishasque* são os comerciantes, e
4. os *shudrasdra* são os servos, ou seja, os camponeses, artesãos e operários.

Os dados das DIRPF por natureza de ocupação dos declarantes permitem os agrupar em castas, de acordo o tipo de trabalho realizado e a categoria funcional. A vantagem é as dimensionar e possibilitar uma análise política-sociológica de seus Éthos cultural, além da econômica, baseada em hierarquia de renda e riqueza.

Éthos, palavra com origem grega, tem o significado de "caráter moral". É usada para descrever o conjunto de hábitos ou crenças definidoras de uma comunidade social ou profissional.

No âmbito da Sociologia e Antropologia, o Éthos são os costumes e os traços comportamentais capazes de distinguirem um



povo. Pode ainda designar as características morais, sociais e afetivas definidoras do comportamento de uma determinada pessoa ou cultura. O Éthos se refere ao espírito corporativo motivador de suas ideias e valores.

De início, os percentuais dos declarantes, classificados em *castas de natureza ocupacional*, variaram de 2015 a 2018 mais no sentido de aumento relativo dos inativos (de 19,6% para 21,6%) e dos trabalhadores (de 33,8% para 35,3%), caindo em proporção os mercadores (de 18,4% para 16,6%) e os sábios (de 8,2% para 7,1%).

Natureza da Ocupação	Qtde Declarantes em 2015	Em %	Qtde Declarantes em 2016	Em %	Qtde Declarantes em 2017	Em %	Qtde Declarantes em 2018	Em %
Aposentado, militar res. ou refor., pens. prev., exc. cd. 62	3.558.778	12,9%	347.903	1,2%	4.057.888	13,9%	4.312.755	14,2%
Aposentado, militar refor. ou pens. prev. com moléstia grave	335.677	1,2%	3.751.539	13,4%	370.732	1,3%	387.850	1,3%
Beneficiário de pensão alimentícia	128.779	0,5%	131.143	0,5%	142.532	0,5%	155.673	0,5%
Bolsista	163.296	0,6%	46.176	0,2%	50.182	0,2%	46.170	0,2%
Espólio	49.503	0,2%	167.872	0,6%	190.014	0,7%	211.675	0,7%
Natureza da ocupação não especificada anteriormente	1.151.644	4,2%	1.203.008	4,3%	1.309.492	4,5%	1.430.022	4,7%
Casta dos Inativos	5.387.677	19,6%	5.647.652	20,2%	6.120.840	21,0%	6.544.145	21,6%
Proprietário de empr. ou firma indiv. ou empregador-titular	4.551.810	16,5%	4.474.003	16,0%	4.339.465	14,9%	4.286.386	14,2%
Capitalista que auferiu rendim. de capital, inclus. aluguéis	149.919	0,5%	150.235	0,5%	153.366	0,5%	155.868	0,5%
Microempreendedor Individual - MEI	356.397	1,3%	403.825	1,4%	493.585	1,7%	590.765	2,0%
Casta dos Mercadores	5.058.126	18,4%	5.028.063	18,0%	4.986.416	17,1%	5.033.019	16,6%
Emprego de empr. públ. ou soc. de economia mista municipal	115.387	0,4%	117.940	0,4%	121.660	0,4%	127.901	0,4%
Emprego empr. públ. ou econ. mista fed., exc. inst. financ.	206.795	0,8%	8.180.121	1,2%	330.303	1,1%	332.617	1,1%
Emprego empr. públ. ou ec. mista est. e DF, exc. inst. fin.	206.795	0,8%	206.593	0,7%	207.014	0,7%	208.516	0,7%
Emprego de empresa setor privado, exceto instit. financ.	7.946.523	28,9%	330.941	29,2%	8.662.221	29,8%	9.184.264	30,3%
Emprego de instituições financeiras públicas e privadas	779.502	2,8%	778.813	2,8%	783.109	2,8%	797.680	2,6%
Emprego ou contratado de organismo intemacional ou de ONC	38.922	0,1%	38.531	0,1%	39.376	0,1%	40.651	0,1%
Casta dos Trabalhadores	9.293.924	33,8%	9.652.939	34,5%	10.143.683	34,9%	10.691.629	35,3%
Membro ou servidor público da administração direta federal	409.971	1,5%	406.500	1,5%	405.088	1,4%	401.648	1,3%
Membro ou servidor público da admin. direta estadual e do DF	1.293.508	4,7%	1.280.052	4,6%	1.286.280	4,4%	1.293.099	4,3%
Membro ou servidor público da administração direta municipal	1.376.074	5,0%	1.426.529	5,1%	1.526.148	5,2%	1.615.638	5,3%
Servidor público de autarquia ou fundação federal	477.591	1,7%	475.183	1,7%	480.038	1,6%	481.288	1,6%
Servidor público de autarquia ou fundação estadual e do DF	666.243	2,4%	690.361	2,5%	713.547	2,5%	729.953	2,4%
Servidor público de autarquia ou fundação municipal	508.896	1,8%	544.082	1,9%	588.946	2,0%	629.838	2,1%
Casta dos Governantes	4.732.283	17,2%	4.822.707	17,2%	5.000.047	17,2%	5.151.464	17,0%
Casta dos Guerreiros Militares	671.407	2,4%	678.617	2,4%	684.428	2,4%	692.917	2,3%
Casta dos Sábios Profissionais liberais ou autônomos sem vínculo	2.250.973	8,2%	2.173.669	7,8%	2.166.097	7,4%	2.155.835	7,1%
Total das Castas	27.394.390	100%	28.003.647	100,0%	29.101.511	100,0%	30.269.009	100,0%

Fonte: DIRPF AC 2015-2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Em termos de *rendimentos totais*, as castas tiveram uma notável estabilidade na participação de cada qual. As flutuações foram diminutas e não apresentaram nenhuma tendência definida.

Natureza da Ocupação	Rendimentos	Rendimentos	Rendimentos	Rendimentos
	Totais em % - 2015	Totais em % - 2016	Totais em % - 2017	Totais em % - 2018
Aposentado, militar res. ou refor., pens. prev., exc. cd. 62	12,9%	1,6%	14,2%	13,5%
Aposentado, militar refor. ou pens. prev. com moléstia grave	1,5%	13,5%	1,6%	1,6%
Beneficiário de pensão alimentícia	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Bolsista	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%
Espólio	0,1%	0,5%	0,6%	0,5%
Natureza da ocupação não especificada anteriormente	3,3%	3,2%	3,8%	3,2%
<b>Casta dos Inativos</b>	<b>18,6%</b>	<b>19,3%</b>	<b>20,6%</b>	<b>19,3%</b>
Proprietário de empr. ou firma indiv. ou empregador-titular	22,5%	21,8%	20,9%	21,8%
Capitalista que auferiu rendim. de capital, inclus. aluguéis	1,4%	1,3%	1,2%	1,3%
Microempreendedor Individual - MEI	0,4%	0,4%	0,5%	0,4%
<b>Casta dos Mercadores</b>	<b>24,3%</b>	<b>23,5%</b>	<b>22,6%</b>	<b>23,5%</b>
Empregado de empr. púb. ou soc. de economia mista municipal	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Empregado empr. púb. ou econ. mista fed., exc. inst. financ.	23,6%	23,2%	23,0%	23,2%
Empregado empr. púb. ou ec. mista est. e DF, exc. inst. fin.	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Empregado de empresa setor privado, exceto instit. financ.	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%
Empregado de instituições financeiras públicas e privadas	3,8%	3,7%	3,6%	3,7%
Empregado ou contratado de organismo internacional ou de ONG	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
<b>Casta dos Trabalhadores</b>	<b>29,7%</b>	<b>30,2%</b>	<b>29,8%</b>	<b>30,2%</b>
Membro ou servidor público da administração direta federal	2,8%	2,7%	2,8%	2,7%
Membro ou servidor público da admin. direta estadual e do DF	5,5%	5,4%	5,3%	5,4%
Membro ou servidor público da administração direta municipal	3,7%	3,8%	3,9%	3,8%
Servidor público de autarquia ou fundação federal	2,3%	2,5%	2,3%	2,5%
Servidor público de autarquia ou fundação estadual e do DF	2,5%	2,3%	2,5%	2,3%
Servidor público de autarquia ou fundação municipal	1,4%	1,4%	1,5%	1,4%
<b>Casta dos Governantes</b>	<b>18,1%</b>	<b>18,2%</b>	<b>18,3%</b>	<b>18,2%</b>
<b>Casta dos Guerreiros Militares</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,2%</b>	<b>2,2%</b>
<b>Casta dos Sábios Profissionais liberais ou autônomos sem vínculo</b>	<b>7,0%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,7%</b>
<b>Total das Castas</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: DIRPF AC 2015-2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Todos os *rendimentos médios per capita mensais* apresentaram uma pequena evolução nominal no período. No último ano da série temporal (2018), as castas dos trabalhadores (R\$ 7.147), sábios (R\$ 7.715), inativos (R\$ 8.069) e militares (R\$ 8.464) estiveram abaixo da média geral. Em contrapartida, as castas dos mercadores (R\$ 11.775) e dos governantes (R\$ 9.158) a superaram.



Natureza da Ocupação	Rendimento Per Capita Mensal (12 m) em R\$ - 2015	Rendimento Per Capita Mensal (12 m) em R\$ - 2016	Rendimento Per Capita Mensal (12 m) em R\$ - 2017	Rendimento Per Capita Mensal (12 m) em R\$ - 2018
Aposentado, militar res. ou refor. pens. prev., exc. cd. 62	7.744,33	10.400,50	8.590,01	8.584,12
Aposentado, militar refor. ou pens. prev. com moléstia grave	9.702,51	8.238,27	10.827,92	11.158,66
Beneficiário de pensão alimentícia	4.763,32	5.049,26	5.202,33	5.123,41
Bolsista	6.401,23	4.920,75	5.361,26	4.662,29
Espólio	4.987,80	7.199,19	7.195,14	7.551,18
Natureza da ocupação não especificada anteriormente	6.072,94	6.170,48	7.090,94	6.186,56
Casta dos Inativos	7.371,78	7.798,92	8.256,18	8.069,39
Proprietário de empr. ou firma indiv. ou empregador-titular	10.569,46	11.132,77	11.815,29	12.768,69
Capitalista que auferiu rendim. de capital, inclus. aluguéis	19.548,25	19.409,30	18.452,61	18.955,19
Microempreendedor Individual - MEI	2.235,58	2.398,09	2.466,07	2.671,68
Casta dos Mercadores	10.248,37	10.707,47	11.093,99	11.775,11
Empregado de empr. púb. ou soc. de economia mista municipal	6.873,49	7.329,77	7.490,04	7.460,89
Empregado empr. púb. ou econ. mista fed., exc. inst. financ.	11.964,48	12.763,16	13.196,89	13.219,11
Empregado empr. púb. ou ec. mista est. e DF, exc. inst. fin.	9.312,54	10.120,98	10.710,56	10.630,59
Empregado de empresa setor privado, exceto instit. financ.	6.336,81	6.484,22	6.518,14	6.470,20
Empregado de instituições financeiras públicas e privadas	10.385,74	10.894,20	11.209,96	11.432,95
Empregado ou contratado de organismo internacional ou de ONG	6.959,11	7.227,30	7.412,36	7.408,74
Casta dos Trabalhadores	6.818,09	7.146,42	7.198,52	7.146,98
Membro ou servidor público da administração direta federal	14.465,04	15.445,31	16.843,05	17.360,69
Membro ou servidor público da admin. direta estadual e do DF	9.065,72	9.612,51	10.100,68	10.517,64
Membro ou servidor público da administração direta municipal	5.791,12	6.129,56	6.280,62	6.410,86
Servidor público de autarquia ou fundação federal	10.240,52	11.051,55	11.908,40	12.176,03
Servidor público de autarquia ou fundação estadual e do DF	7.890,18	8.258,77	8.567,93	8.787,56
Servidor público de autarquia ou fundação municipal	5.775,73	6.065,54	6.219,34	6.305,38
Casta dos Governantes	8.180,54	8.621,76	8.978,58	9.157,96
Casta dos Guerreiros Militares	7.059,90	7.447,36	7.918,29	8.463,77
Casta dos Sábios Profissionais liberais ou autônomos sem víncul	6.660,61	7.099,93	7.338,06	7.715,31
<b>Total das Castas</b>	<b>7.788,70</b>	<b>8.169,97</b>	<b>8.421,60</b>	<b>8.528,82</b>

Fonte: DIRPF AC 2015-2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

A ocupação com maior rendimento mensal, em 2018, era a dos 156 mil capitalistas (R\$ 18.955). Para auferir rendimentos de capital, inclusive aluguéis, tem de entrar na seleta casta de 0,5% do total de declarantes. Na tabela abaixo apresento uma hierarquia de rendimentos totais anuais, baseada na referência do capitalista.

Quem se aproximava dos capitalistas eram os 402 mil membros ou servidores públicos da administração direta federal com rendimento mensal per capita de R\$ 17.360. Evidentemente, o terceiro colocado tinha renda per capita mais baixa (R\$ 12.769) por conta do grande número de declarantes (4,286 milhões) diluir elevados ganhos individuais. Eles se apresentavam como empregador-titular por ser proprietário de empresas ou firmas individuais.

Em contraste, o microempreendedor individual (MEI) era membro da casta dos mercadores por ser "pejotizado", ou seja, possuir também CNPJ, mas obtinha o menor rendimento mensal per capita (R\$ 2.672) entre todas as ocupações, só 14% do recebido pelo capitalista. Lembre: quem recebeu rendimentos tributáveis (como

salários e aluguéis), cuja soma anual foi inferior a R\$ 28.559,70 (ou média mensal abaixo de R\$ 2.380), só preenche a DIRPF por outras condições.

Natureza da Ocupação	Rendimento Per Capita	Rendimento Per Capita	Rendimento Per Capita	Rendimento Per Capita
	Anual em % do Capitalista - 2015	Anual em % do Capitalista - 2016	Anual em % do Capitalista - 2017	Anual em % do Capitalista - 2018
Aposentado, militar res. ou refor., pens. prev., exc. cd. 62	39,6%	53,6%	46,6%	45,3%
Aposentado, militar refor. ou pens. prev. com moléstia grave	49,6%	42,4%	58,7%	58,9%
Beneficiário de pensão alimentícia	24,4%	26,0%	28,2%	27,0%
Bolsista	32,7%	25,4%	29,1%	24,6%
Espólio	25,5%	37,1%	39,0%	39,8%
Natureza da ocupação não especificada anteriormente	31,1%	31,8%	38,4%	32,6%
<b>Casta dos Inativos</b>	<b>37,7%</b>	<b>40,2%</b>	<b>44,7%</b>	<b>42,6%</b>
Proprietário de empr. ou firma indiv. ou empregador-titular	54,1%	57,4%	64,0%	67,4%
Capitalista que auferiu rendim. de capital, inclus. aluguéis	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Microempreendedor Individual - MEI	11,4%	12,4%	13,4%	14,1%
<b>Casta dos Mercadores</b>	<b>52,4%</b>	<b>55,2%</b>	<b>60,1%</b>	<b>62,1%</b>
Empregado de empr. púb. ou soc. de economia mista municipal	35,2%	37,8%	40,6%	39,4%
Empregado empr. púb. ou econ. mista fed., exc. inst. financ.	61,2%	65,8%	71,5%	69,7%
Empregado empr. púb. ou ec. mista est. e DF, exc. inst. fin.	47,6%	52,1%	58,0%	56,1%
Empregado de empresa setor privado, exceto instit. financ.	32,4%	33,4%	35,3%	34,1%
Empregado de instituições financeiras públicas e privadas	53,1%	56,1%	60,7%	60,3%
Empregado ou contratado de organismo internacional ou de ONC	35,6%	37,2%	40,2%	39,1%
<b>Casta dos Trabalhadores</b>	<b>34,9%</b>	<b>36,8%</b>	<b>39,0%</b>	<b>37,7%</b>
Membro ou servidor público da administração direta federal	74,0%	79,6%	91,3%	91,6%
Membro ou servidor público da admin. direta estadual e do DF	46,4%	49,5%	54,7%	55,5%
Membro ou servidor público da administração direta municipal	29,6%	31,6%	34,0%	33,8%
Servidor público de autarquia ou fundação federal	52,4%	56,9%	64,5%	64,2%
Servidor público de autarquia ou fundação estadual e do DF	40,4%	42,6%	46,4%	46,4%
Servidor público de autarquia ou fundação municipal	29,5%	31,3%	33,7%	33,3%
<b>Casta dos Governantes</b>	<b>41,8%</b>	<b>44,4%</b>	<b>48,7%</b>	<b>48,3%</b>
<b>Casta dos Guerreiros Militares</b>	<b>36,1%</b>	<b>38,4%</b>	<b>42,9%</b>	<b>44,7%</b>
<b>Casta dos Sábios Profissionais liberais ou autônomos sem vínculo</b>	<b>34,1%</b>	<b>36,6%</b>	<b>39,8%</b>	<b>40,7%</b>
<b>Total das Castas</b>	<b>39,8%</b>	<b>42,1%</b>	<b>45,6%</b>	<b>45,0%</b>

Fonte: DIRPF AC 2015-2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Finalmente, quanto ao *estoque de riqueza per capita de cada casta*, o quadro abaixo revela a disparidade da riqueza do capitalista rentista, seguido (menos da metade) pelo proprietário de empresa. Este tem R\$ 784 mil e aquele tem R\$ 1,613 milhão. As médias são de baixo valor por serem diluídas por muitos declarantes relativamente pobres em relação aos demais membros das castas.

Os “párias” brasileiros são os não declarantes de imposto de renda por terem um rendimento anual, em 2019, inferior a R\$ 28.559,70. Correspondia a um rendimento médio mensal abaixo de R\$ 2.380,00. Esta renda do trabalho é a média da população ocupada brasileira – e se situa no decil [70%-80%] na hierarquia dos rendimentos. Em 2018, os ocupados foram estimados em 91,6 milhões. Todos os declarantes, arbitrariamente classificados como membros das “castas” brasileiras, eram 1/3 deles. Excluindo a “casta dos inativos” (6,5 milhões ou 21,6% do total de declarantes em 2018), eram 23,7 milhões ou 25,9% dos ocupados. Os declarantes na

força do trabalho total (169,4 milhões com 14 anos ou mais) eram 17,9%.

Natureza da Ocupação	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$ - 2015	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$ - 2016	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$ - 2017	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$ - 2018
Aposentado, militar res. ou refor., pens. prev., exc. cd. 62	248.965,71	317.279,90	289.870,84	290.445,82
Aposentado, militar refor. ou pens. prev. com moléstia grave	285.551,90	294.005,55	339.077,54	340.477,19
Beneficiário de pensão alimentícia	97.012,60	103.670,24	113.354,60	104.541,33
Bolsista	563.319,93	78.201,92	79.148,72	86.613,67
Espólio	64.169,42	641.496,49	654.829,41	629.777,65
<b>Natureza da ocupação não especificada anteriormente</b>	<b>240.952,51</b>	<b>276.393,09</b>	<b>266.595,44</b>	<b>267.288,20</b>
<b>Casta dos Inativos</b>	<b>253.730,14</b>	<b>295.831,79</b>	<b>293.363,11</b>	<b>293.466,17</b>
Proprietário de empr. ou firma indiv. ou empregador-titular	565.485,54	661.909,80	745.110,11	784.137,44
Capitalista que auferiu rendim. de capital, inclus. aluguéis	1.320.049,46	1.421.296,97	1.555.554,15	1.613.116,79
Microempreendedor Individual - MEI	40.256,53	59.615,56	55.533,95	54.816,30
<b>Casta dos Mercadores</b>	<b>550.842,46</b>	<b>636.226,96</b>	<b>701.778,41</b>	<b>724.204,02</b>
Empregado de empr. púb. ou soc. de economia mista municipal	105.186,02	112.009,18	121.254,04	123.136,59
Empregado empr. púb. ou econ. mista fed., exc. inst. financ.	171.801,59	123.993,89	286.460,14	258.824,49
Empregado empr. púb. ou ec. mista est. e DF, exc. inst. fin.	171.801,59	188.017,93	314.002,57	211.496,41
Empregado de empresa setor privado, exceto instit. financ.	115.589,47	233.698,82	128.215,09	127.109,21
Empregado de instituições financeiras públicas e privadas	221.168,56	237.389,94	259.542,22	264.935,16
Empregado ou contratado de organismo internacional ou de ONG	180.072,23	155.411,36	165.264,28	163.290,99
<b>Casta dos Trabalhadores</b>	<b>127.087,01</b>	<b>138.253,19</b>	<b>147.358,52</b>	<b>143.225,61</b>
Membro ou servidor público da administração direta federal	274.729,05	144.217,40	337.392,60	351.774,61
Membro ou servidor público da admin. direta estadual e do DF	131.632,86	300.572,95	159.541,56	170.794,62
Membro ou servidor público da administração direta municipal	71.507,73	76.467,96	79.443,63	81.047,70
Servidor público de autarquia ou fundação federal	161.828,88	123.077,74	205.904,45	216.712,40
Servidor público de autarquia ou fundação estadual e do DF	113.172,88	187.786,51	136.783,07	136.997,12
Servidor público de autarquia ou fundação municipal	68.366,15	71.956,93	-24.953,12	76.951,37
<b>Casta dos Governantes</b>	<b>120.191,24</b>	<b>130.471,11</b>	<b>109.473,99</b>	<b>144.785,46</b>
<b>Casta dos Guerreiros Militares</b>	<b>55.810,50</b>	<b>58.950,70</b>	<b>66.747,30</b>	<b>69.425,84</b>
<b>Casta dos Sábios Profissionais liberais ou autônomos sem vínculo de emprego</b>	<b>246.951,12</b>	<b>299.473,18</b>	<b>314.197,18</b>	<b>341.730,78</b>
<b>Total das Castas</b>	<b>237.147,62</b>	<b>268.696,37</b>	<b>277.077,93</b>	<b>285.024,57</b>

Fonte: DIRPF AC 2015-2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

## Bens e Direitos: Riqueza Financeira, Imobiliária e Outros Ativos

Houve, inicialmente devido à inflação de alimentos, provocada por seca de 2013 a 2016, a elevação do juro básico (Selic) de 7,25% aa em abril de 2013 para 14,25% aa em agosto de 2015. Neste ano, somou-se ao choque de juros, equivocadamente para combater “quebra de oferta”, um choque neoliberal em preços administrados, tarifas, impostos e câmbio. A manutenção daquele patamar, equivalente a 1,1% ao mês, pelo Banco Central do Brasil se prolongou por catorze meses até outubro de 2016, propiciando o ambiente econômico do *golpismo*.

O Banco Central só começou a abaixar o juro quando as empresas não-financeiras endividadadas faziam tudo para a desalavancagem financeira, inclusive com corte de mão-de-obra. O desemprego em processo de retroalimentação aprofundou a Grande Depressão de 2015-2016.

Após a Era Social-Desenvolvimentista, a economia brasileira entrou em *estagdesigualdade*: estagnação econômica com aumento

da desigualdade social pela concentração da riqueza financeira. Esta foi propiciada fundamentalmente pela disparatada taxa de juro básica.

É possível vislumbrar o reflexo dessa situação macroeconômica nas DIRPF de 2015 a 2018. A tabela abaixo mostra uma certa correlação entre as variações anuais do total de Bens e Direitos declarados e a Selic acumulada em 252 dias úteis. Repare entre os *rendimentos sujeitos à tributação exclusiva ou definitiva* estarem os de aplicações financeiras e entre os *isentos e não tributáveis* estarem os rendimentos de depósitos de poupança, LCI, LCA, etc.

Rendimentos (R\$ bilhões)	Variação 2015/2014	Variação 2016/2015	Variação 2017/2016	Variação 2018/2017
Tributáveis	5,9%	6,4%	7,2%	5,8%
Isentos e não-Tributáveis	9,8%	4,3%	7,6%	5,4%
Sujeitos à Tributação Exclusiva/Definitiva	12,2%	11,2%	5,1%	2,4%
<b>Total Rendimentos</b>	7,7%	6,2%	7,1%	5,3%
<b>Total de Bens e Direitos</b>	11,3%	13,1%	9,6%	4,4%
Selic acumulada em 252 dias úteis	11,6%	13,7%	7,0%	6,4%
IPCA em 12 meses em fim-de-período	10,7%	6,3%	3,0%	3,8%
Variações anuais do PIB nominal	3,8%	4,4%	4,6%	5,1%

Fonte: SRF - BCB (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Obs.: PIB nominal reflete o impacto da taxa de inflação sobre a evolução do produto real.

Os movimentos dos *rendimentos tributáveis* se correlacionam mais com as variações anuais do PIB nominal. Estas sofrem influência da taxa de inflação, apesar de receberem o impacto da evolução do produto real.

A famosa *inequação*, destacada por Thomas Piketty -  $r > g$ , onde o retorno do capital privado ( $r$ ) seria consistentemente acima da taxa de crescimento nominal da economia ( $g$ ), indicando *concentração de riqueza*, não ocorreu em 2018. Gerou insatisfação dos ricos.



Tabela DIRPF AC 2015 - 2018 - % de Bens e Direitos Financeiros

Valores em R\$ bilhões

Tipo do Bem/Direito Financeiro	Valor em 2015	% do Total	Valor em 2016	% do Total	Valor em 2017	% do Total	Valor em 2018	% do Total
Quotas ou quinhões de capital	671,83	9%	843,32	10%	840,26	9%	882,77	9%
Aplicação de renda fixa (CDB, RDB e outros)	487,94	7%	606,64	7%	632,85	7%	734,05	8%
Ações (inclusive as provenientes de linha telefônica)	354,82	5%	384,69	5%	427,56	5%	598,03	6%
Caderneta de poupança	301,64	4%	323,80	4%	347,01	4%	311,12	3%
Outras aplicações e investimentos	238,97	3%	269,50	3%	244,41	3%	288,25	3%
Fundo de Longo Prazo e FIDC	238,45	3%	273,19	3%	334,08	4%	463,82	5%
Crédito decorrente de empréstimo	217,64	3%	263,81	3%	275,27	3%	304,32	3%
Dinheiro em espécie - Moeda nacional	209,89	3%	247,44	3%	216,75	2%	115,64	1%
VGBL - Vida gerador de benefício livre	208,29	3%	221,29	3%	340,34	4%	405,61	4%
Fundo de Curto Prazo	98,18	1%	103,33	1%	116,50	1%	120,20	1%
Outros fundos	87,89	1%	103,02	1%	121,24	1%	173,00	2%
Fundos Ações, Mútuos Privat., Invest. Emp. Emerg...	76,51	1%	78,98	1%	98,13	1%	135,38	1%
Outras participações societárias	70,10	1%	80,37	1%	95,72	1%	99,45	1%
Depósito bancário em conta corrente no país	54,80	1%	70,25	1%	67,41	1%	69,55	1%
Fundo de Investimento Imobiliário	48,29	1%	49,02	1%	52,43	1%	51,63	1%
Depósito bancário em conta corrente no exterior	46,81	1%	45,53	1%	43,82	0%	47,59	1%
<b>Subtotal de Ativos Financeiros</b>	<b>3520,00</b>	<b>49%</b>	<b>4107,29</b>	<b>50%</b>	<b>4448,76</b>	<b>50%</b>	<b>4932,64</b>	<b>53%</b>

A tabela acima destaca os principais Bens e Direitos financeiros, mas soma os demais no subtotal dos ativos financeiros. Percebe-se, nos últimos quatro anos-calendários, terem sido crescentes suas participações no total de Bens e Direitos nas DIRPF. Em 2018, representavam mais da metade de todas as formas de manutenção de riqueza por Pessoa Física.

Tipo do Bem/Direito Imobiliário	Valor em 2015	% do Total	Valor em 2016	% do Total	Valor em 2017	% do Total	Valor em 2018	% do Total
Apartamento	1064,72	15%	1168,96	14%	1.298,84	15%	1.392,47	15%
Casa	851,67	12%	922,23	11%	1.024,74	11%	1.093,04	12%
Terreno	343,99	5%	374,92	5%	400,22	4%	339,01	4%
Terra nua ou Imóvel Rural	247,68	3%	287,54	4%	344,01	4%	270,32	3%
Prédio residencial	86,18	1%	95,07	1%	116,62	1%	102,50	1%
Construção	82,20	1%	87,46	1%	83,18	1%	79,84	1%
Sala ou conjunto	61,60	1%	66,10	1%	70,91	1%	76,05	1%
Prédio comercial	58,09	1%	63,99	1%	68,41	1%	63,27	1%
Outros bens imóveis	39,31	1%	49,41	1%	45,55	1%	43,44	0%
Benefitorias	30,25	0%	32,55	0%	32,53	0%	34,02	0%
Loja	15,84	0%	16,68	0%	18,43	0%	18,54	0%
Galpão	11,45	0%	12,28	0%	14,09	0%	11,26	0%
<b>Subtotal de Ativos Imobiliários</b>	<b>2892,96</b>	<b>40%</b>	<b>3177,18</b>	<b>39%</b>	<b>3517,53</b>	<b>39%</b>	<b>3523,76</b>	<b>38%</b>

Em contrapartida, as parcelas dos ativos imobiliários no total são declinantes. Vale registrar seus valores serem contabilizados em valor-histórico, isto é, entra com o valor-de-aquisição e permanece com ele até ser vendido. Ficam defasados em termos de valor-de-mercado atualizado para suas variações nominais serem taxadas.

As gerações anteriores à reforma financeira (bancária e de mercado de capitais), realizada em 1964, ainda em uma sociedade rural em transição para se tornar urbana, mantinha suas fortunas em "terras nuas" (depois a SRF houve por bem revesti-las em "imóveis rurais"), terrenos e imóveis urbanos. O capital era acumulado e imobilizado sem um sistema financeiro nacional plenamente completo.

Depois, em uma sociedade brasileira afluyente, produtores ou consumidores financeiramente mais ricos, em busca de *status* para sua mobilidade social, buscaram esnobar com residências grandiosas e luxuosas. Como essa imobilização de capital não é considerada riqueza em disponibilidade para a obtenção de liquidez, deixaram de ser tão ricos quanto poderiam ser. Optaram só pela *aparência de ricos*.

Trocaram grande parte da renda anual – e futura – apenas pelo privilégio de morar em um bairro ou condomínio de alto *status*. É postura diferente do vizinho morador em casa de valor similar, mas comprada apenas *depois* de ficar rico. Quem comprou sua residência antecipando em alguma data futura ficar rico, talvez nunca tenha alcançado uma verdadeira fortuna.

A cada ano é forçado a maximizar sua renda realizada e tributável só para conseguir pagar as contas domésticas. Não sobra nenhum dinheiro para investimento financeiro. Suas altas despesas familiares exigem o emprego total da renda recebida.

Nunca vai se tornar independente, em termos financeiros (líquidos), sem fazer investimentos capazes de se valorizarem, seja com capitalização feita por juros compostos, seja por valorização no mercado de ações, sem “realizar” (ou sacar) os rendimentos – e ser tributado. Então, a opção está entre escolher uma vida de elevados impostos e *status* aparente ou uma vida mais sóbria sem esnobismo.

Thomas Stanley e William Danko, coautores do livro “Milionário mora ao lado”, recomendam: “se você ainda não é rico, mas quer ficar rico algum dia, nunca compre uma casa exigente de uma hipoteca equivalente a mais do dobro do total de sua renda familiar realizada anual” (1999: 82).

Morar em um bairro/cidade menos caro(a) permite gastar menos e investir mais da renda. Pagará menos por sua casa e, correspondentemente, menos pelos impostos sobre a propriedade (IPTU). Os vizinhos, provavelmente, não terão veículos caros para disputa de luxo. Vai ser mais fácil manter um nível de vida equivalente ao dos outros, ou mesmo superior, e acumular riqueza.

Quanto às *características gerais dos domicílios*, segundo a condição de ocupação, PNADC 2019-Domicílios aponta uma queda de

68,2% para 66,4% de domicílio próprio de algum morador já pago e uma elevação de 5,9% para 6,1% próprio de algum morador, mas ainda pagando, no período 2016-2019. A soma de 74,1% caiu para 72,5% do total terem moradores proprietários. Houve também a elevação de 17,5% para 18,3% alugados e de 8,2% para 8,9% cedidos. Em outros termos, quase 1/5 dos imóveis residenciais se destinam à obtenção de renda.

O *ônus excessivo com aluguel* é uma situação na qual o valor do aluguel iguala ou supera 30% do rendimento domiciliar, considerada uma inadequação porque o elevado comprometimento da renda com o aluguel pode impedir o acesso dos moradores a outras necessidades básicas. É registrada como déficit habitacional.

Os percentuais registrados para essa inadequação foram de 4,8% da população em geral e 8,7% para a população com rendimento domiciliar per capita inferior a US\$ 5,50 PPC por dia. Quando observa exclusivamente a população residente em domicílios alugados, as proporções de ocorrência de ônus excessivo com aluguel chegavam a 28% na população em geral e 56% na população pobre com rendimento domiciliar per capita inferior a US\$ 5,50 PPC por dia. O déficit habitacional – indicado por habitação precária, coabitação familiar, adensamento excessivo e ônus excessivo com aluguel – é majoritariamente composto por famílias com renda domiciliar até três salários mínimos.

Segundo os Indicadores do Registro Imobiliário, em seu informe elaborado pela FIPE-USP, as informações do Registro de Imóveis do Brasil, em abril de 2020, já incorporam os efeitos negativos da Covid 19 e do início das medidas restritivas sobre as atividades imobiliárias. Foram registradas 5.379 operações, envolvendo compra e venda de imóveis, permuta, cessão de direitos e arrematação em hasta pública em São Paulo.

Representa *uma queda de 37,9%* em relação ao mês anterior já excluídos os fatores sazonais e *um recuo de 51%* em relação ao mesmo mês de 2019. Com isso, a capital paulista soma 31.309 operações desse tipo em 2020. Representa *uma queda de 15,9%* face ao mesmo período de 2019. Nos últimos 12 meses, a capital paulista acumulou 122.635 registros, mantendo um crescimento de 2,8% face aos 12 meses precedentes.

No Rio de Janeiro foram registradas 2.239 transações de compra e venda, em abril de 2020, resultado correspondente a um recuo de 29% em relação a março, e uma queda de 37% em relação ao mesmo mês do ano anterior. No acumulado deste ano, a quantidade de operações de compra e venda totalizou 11.742 registros com queda de 5,5% em relação ao período correspondente de 2019. Considerando o horizonte dos últimos 12 meses, a capital fluminense acumulou 45.664 transações do tipo, representando uma ligeira alta de 0,7% face à quantidade nos 12 meses anteriores.

**Variação anual** da quantidade de registros de transações por município

Município	Informação	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Últimos 12 meses	Acumulado (2020)
São Paulo (SP)	Total de Transferências*	-	-9,4%	-13,1%	-10,2%	-7,7%	+8,3%	+15,3%	+10,8%	+0,0%	-22,8%
	Compra & Venda**	-	-7,4%	-14,2%	-18,0%	-11,0%	+7,2%	+18,3%	+10,6%	+2,8%	-15,9%
	Participação C&V** (%)	-	+1,6 p.p.	-0,9 p.p.	-6,1 p.p.	-2,3 p.p.	-0,6 p.p.	+1,6 p.p.	-0,1 p.p.	+1,7 p.p.	+5,6 p.p.
Rio de Janeiro (RJ)	Total de Transferências*	-	-3,4%	-7,5%	-9,6%	-2,4%	+8,6%	-6,5%	-2,3%	-4,4%	-15,3%
	Compra & Venda**	-	-5,3%	-8,6%	-16,5%	-1,6%	+7,8%	-7,3%	+0,5%	+0,7%	-5,5%
	Participação C&V** (%)	-	-1,4 p.p.	-0,9 p.p.	-5,4 p.p.	+0,5 p.p.	-0,5 p.p.	-0,5 p.p.	+1,9 p.p.	+3,5 p.p.	+7,7 p.p.

Pela tabela acima é possível perceber, justamente quando a taxa de juro básica se elevou e permaneceu em alto patamar (2013-2016), houve quedas nas variações anuais da quantidade de registros de transações com imóveis nos dois maiores municípios brasileiros. Quem estava com capital imobilizado em imóveis arcou com enorme custo de oportunidade no período com dificuldade de venda ao preço solicitado.

Uma amostra da sensação do imaginário “eu sou milionário” ao colocar à venda um imóvel por valor acima de R\$ 1 milhão, uma consulta ao site ZapImóveis, em 15/07/2020, mostra 800.545 imóveis à venda acima desse valor no Brasil. Entre os quais, encontram-se 376.454 apartamentos, 107.753 casas, 118.250 casas de condomínio, 1.046 casas de vila, 54.814 coberturas, 1.492 flats.

Outro Tipo do Bem/Direito (inclusive Automotores)	Valor em 2015	% do Total	Valor em 2016	% do Total	Valor em 2017	% do Total	Valor em 2018	% do Total
Veículo automotor terrestre: caminhão, automóvel, mot	510,37	7%	541,99	7%	598,80	7%	536,14	6%
Outros bens e direitos	232,79	3%	255,11	3%	302,88	3%	264,06	3%
Jóia, quadro, objeto de arte, de coleção, antiguidade,	11,41	0%	13,04	0%	14,31	0%	16,19	0%
Embarcação	7,25	0%	8,00	0%	8,49	0%	9,01	0%
Bem relacionado com o exercício da atividade autônora	4,71	0%	4,82	0%	5,27	0%	5,84	0%
Outros bens móveis	4,56	0%	4,80	0%	5,34	0%	4,29	0%
Aeronave	2,70	0%	2,85	0%	2,90	0%	3,20	0%
Direito de autor, de inventor e patente	1,88	0%	14,77	0%	8,99	0%	12,89	0%
Direito de lavra e assemelhado	1,54	0%	0,56	0%	1,63	0%	1,10	0%
Linha telefônica	1,29	0%	1,21	0%	1,17	0%	1,10	0%
Título de clube e assemelhado	1,23	0%	1,31	0%	1,44	0%	1,87	0%
Licença e concessão especiais	0,70	0%	0,71	0%	0,70	0%	0,57	0%
Saído Dereg Lei 11.371/2006.					0,02	0%	0,06	0%
<b>Subtotal de Outros Ativos</b>	<b>780,43</b>	<b>11%</b>	<b>849,17</b>	<b>10%</b>	<b>849,17</b>	<b>10%</b>	<b>849,17</b>	<b>10%</b>



Os gastos destinados a destacar a posição social se dividem em:

1. *bens da moda*: desejados porque outros já os possuem, refletem a inveja de querer ter igual aos outros;
2. *bens esnobes*: desejados porque os outros não os possuem, refletem o desejo de ser diferente, exclusivo, de se “destacar da multidão” pelo gosto peculiar;
3. *bens de consumo conspícuo* (facilmente notados): desejados porque são reconhecidos como caros.

Pessoas sem nunca atingirem a independência financeira, muitas vezes, têm como motivação principal a carreira profissional. Mas trabalham para gastar, não para investir, conquistar e manter a independência financeira. Veem a vida como um esforço para a ascensão de um nível de luxo para o seguinte.

Se adquire um produto de luxo, provavelmente, terá de comprar outros para completar a imagem de ostentação social. São de natureza complementar os bens de luxo e o estilo de vida de alto consumo. Construir riqueza não significa, necessariamente em mudar a maneira de viver.

Já comentei como moradias em bairros ricos impõem o *mimetismo de elevado consumo*. Desde os impostos municipais sobre a propriedade até a pressão social para decorar a residência com objetos de arte, colocar os filhos em escolas particulares caras e adquirir casa-de-campo, casa-da-praia, carros, lanchas e até aeronaves, como os vizinhos ou os colegas, leva à roda-viva do “ganhar-e-gastar”.

Artigos de luxo acabam sendo apenas um fardo: um prazer de ostentação só quando os compra – e felicidade maior quando consegue os vender por valor abaixo do comprado. Pelas DIRPF, 10% dos Bens e Direitos apresentam essa característica, sendo 7% em veículos automotores terrestres: automóveis, caminhões, motos, etc.

Tipo do Bem/Direito Financeiro	2015	2016	2017	2018
Subtotal de Ativos Financeiros	49%	50%	50%	53%
Subtotal de Ativos Imobiliários	40%	39%	39%	38%
Subtotal de Outros Ativos	11%	10%	10%	10%
<b>Total de Bens e Direitos</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
% Ativos Financeiros PF/Haveres Financeiros (M4)	63%	67%	67%	73%
% Ativos Financeiros/PIB nominais anuais	59%	66%	68%	72%
% Ativos Imobiliários/PIB nominais anuais	48%	51%	54%	51%
% Outros Ativos/PIB nominais anuais	13%	14%	13%	12%
<b>% Ativos Totais/PIB nominais anuais</b>	<b>120%</b>	<b>130%</b>	<b>136%</b>	<b>135%</b>

Fontes: DIRPF-SRF - BCB (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Por fim, além das mudanças dos componentes da riqueza de Pessoas Físicas de 2015 a 2018, chama a atenção a elevação em dez pontos percentuais da riqueza financeira delas em relação ao total de Haveres Financeiros, saindo de menos de  $2/3$  para quase atingir  $3/4$  do total. Elas são as maiores responsáveis pelo *funding* do crédito e pelo carregamento de títulos de dívida pública no Brasil. Outro indicador relevante diz respeito ao aumento da proporção do estoque de riqueza pessoal em relação ao fluxo de renda a cada ano: de 120% para 135%.

Essa elevação ocorreu pela *capitalização dos ativos financeiros*, porque os demais ativos, tanto imobiliários, quanto outros bens e direitos, mantiveram proporções estáveis em relação às variações dos fluxos de renda. Daí concluo a minha *hipótese* de O Trabalho propiciar renda para o Capital Acumulado, não só para os capitalistas, mas também para os trabalhadores de alta renda, se comprovar com fatos e dados. Essa argumentação, em sua defesa, torna-a *tese científica*.

## Capítulo 4 - Política Econômica em Curto Prazo contra Crise Sistêmica

### Introdução

No quinto capítulo do meu último livro eletrônico – *Mercados e Planejadores Imperfeitos*. [Blog Cidadania e Cultura; junho 2020](#) – resenhei o debate brasileiro em torno do financiamento monetário do déficit fiscal. Foi provocado pelas políticas econômicas em curto prazo para enfrentar os problemas socioeconômicos gerados pela crise sistêmica provocada pela pandemia em função do coronavírus. Aliás, ficou comprovada a Teoria do Caos: um “viruzinho”, vindo de caça humana de animais silvestres, provoca uma “gripezinha” na China e daí uma crise mundial sistêmica.

Quanto à MMT (Teoria Moderna da Moeda), eu já tinha me pronunciado a respeito em *Economia Monetária e Financeira 2a. Edição Revista, fevereiro 2020*. Ela é analiticamente correta, mas, como todas as teorias, tem suas limitações. Não é tão genérica a ponto de ser classificada como uma “Teoria Geral”, válida em todos os tempos, isto é, fases distintas dos ciclos, e os lugares.

Suas ideias-chave são resumidas nos seguintes pontos fundamentais.

Primeiro, impostos impõem o uso da moeda emitida pelo Estado nacional por seus cidadãos. Com ela pagam também todos os contratos com trabalhadores, fornecedores, credores, etc. em transações domésticas.

A moeda escritural multiplicada pelos bancos – a forma predominante de entrada de dinheiro nas economias financeiras – é um substituto imperfeito do dinheiro soberano emitido por conta do gasto público. Ela é imperfeita porque os bancos podem perder a liquidez, ao sofrerem corridas bancárias, ou ficar insolventes em sua capacidade de honrar os passivos de terceiros. Para não ficarem inadimplentes e sofrerem bancarrotas, dependem do Banco Central como emprestador em última instância.

Segundo, o maior multiplicador da disponibilidade de moeda é a alavancagem da rentabilidade propiciada pela concessão e tomada de empréstimos, corrigida pelo risco. Ela se eleva em surtos de alavancagem, bolha e auge. Diminui na baixa do ciclo de endividamento com depressão, desalavancagem, fase de “empurrando corda” até a normalização. Nesse processo deflacionário ou de desinflar bolha, a inflação permanece baixa.

Terceiro, todos os gastos governamentais tomam a forma de créditos do Banco Central para reservas bancárias privadas, com os bancos receptores creditando as contas de depósito dos destinatários dos gastos do governo. Praticamente todos os descontos de impostos na fonte assumem a forma de débitos do Banco Central em reservas bancárias privadas, com os bancos privados debitando depósitos dos contribuintes. Embora seja possível pagar impostos de renda usando papel-moeda, raramente isso é feito.

Isso confunde economistas ortodoxos fiscalistas/contabilistas. Argumentam o governo não poder gastar mais moeda além de certo ponto. Acreditam o governo necessitar arrecadar receitas fiscais antes de gastar. O passo anterior seria o recebimento de impostos pelo Tesouro na forma de um débito na conta do contribuinte e um crédito na conta do Tesouro no Banco Central. Essencialmente, a opinião deles é os bancos privados intermediarem o dinheiro para o governo gastar.

Quando a MMT explica o governo realmente gastar creditando as reservas de um banco privado, os críticos objetam isso ser verdade apenas porque a MMT consolida o Tesouro e o Banco Central. A independência do Banco Central é louvada para ele poder “simplesmente dizer não” aos gastos do Tesouro.

Para simplificar o argumento da MMT, o Tesouro tem garantia de créditos em sua Conta Única no Banco Central: uma simples manutenção de registros contábeis das operações entre ambos. Ela é debitada quando créditos se dirigirem às contas de reservas dos bancos privados, cujos clientes são destinatários dos gastos do Tesouro. Se for projetado os créditos do Tesouro ficarem aquém dos débitos, logo ele leiloará títulos de dívida pública entre bancos revendedores [*dealers*] prontos para fazer lances.

O Banco Central, por sua vez, fornecerá reservas conforme necessário para garantir os títulos vendidos no mercado de emissão não exercer pressão temporária nas taxas *overnight*, dificultando colocar o juro de mercado no nível da meta de juro anunciada. À medida que os títulos são vendidos, a Conta Única vai sendo creditada.

Um quarto ponto, segundo a MMT, é apenas “a inflação verdadeira” fixar limites ao gasto governamental. Mas, se essa inflação surgir por excesso de demanda além da capacidade produtiva, o governo tem a possibilidade de elevação dos impostos e/ou elevação da taxa de juro básica para frear o aumento da rentabilidade por alavancagem financeira. Esta é propiciada por empréstimos de recursos de terceiros somar aos recursos próprios, aumentando a escala do negócio. Os juros elevados podem esmagar a rentabilidade patrimonial esperada.

Finalmente, o motivo para o Estado se endividar é fazer a administração da demanda agregada por meio da alteração das taxas de juros ou do fornecimento de reservas aos bancos. Durante um período de demanda privada pessimista, com desaceleração profunda da economia, um governo soberano tem de agir para contrabalançar os efeitos recessivos da desalavancagem financeira privada. Pode gastar a fim de sustentar a demanda durante Grande Depressão, quando o afrouxamento monetário não provoca inflação.

A prática dedutível da MMT não é sempre válida. Por exemplo, não cabe aplicá-la – e não se sabe logo – quando se está se aproximando muito do “pleno emprego”. A demanda excedente pode existir em alguns países ou setores (produtores de bens intermediários) e a demanda ser deficiente em outros (produtores de bens finais) para a plena ocupação da capacidade produtiva. Não se sabe, precisamente, quando a inflação é “verdadeira”.

Se provocar inflação, surge *o risco de eutanásia do rentista*. Os investidores observam se a Autoridade Monetária está tolerante com uma extrema depreciação da moeda nacional. Eles tenderão, nesse caso, a abandoná-la em favor de algum outro ativo, em especial o dólar (padrão de compra internacional), levando ao seu colapso, à disparada dos preços internos dos ativos cotados em dólares, e a um

surto especulativo da demanda por imóveis. Se não à hiperinflação, pode levar a um regime de inflação alta.

O erro oposto é depender demais da demanda puxada pelo governo. Ela pode gerar surtos de crescimento nas vésperas de eleições e de freadas para arrumação destrutivas no início de mandatos. Economistas tecnocratas enfrentam o dilema entre *regras ou arbítrio*, ou então, entre obtusidade e sagacidade.

Além dessas duas principais observações críticas econômicas – política monetária deduzida da MMT necessitar baixar o nível de abstração e circunstanciar ao tempo (fase do ciclo econômico-financeiro) e ao lugar (risco de fuga de capital para a dolarização e daí à hiperinflação) –, no quinto capítulo livro “Mercados e Planejadores Imperfeitos”, na citada resenha, acrescentei mais dois alertas.

O terceiro é “o crédito ser dirigido pela demanda”. Logo, sem demanda efetiva, sustentada em longo prazo por um projeto nacional de retomada do crescimento econômico, a liquidez é represada em bancos pelos investidores. A combinação da falta de investimentos públicos (em saúde, educação, segurança, habitação, saneamento e infraestrutura em transportes e energia) com o excesso de liquidez no mercado financeiro leva à *estagnação*, mesmo havendo *inflação dos preços de ativos*.

O quarto alerta é contra o impacto político provocado pelo uso sem limites do financiamento monetário dos gastos sociais. Este “assunto público” [*res publica*] se refere à delegação de poder limitado a um eleito como chefe de Estado ou presidente da República. Essa função deve ser exercida durante um período previamente delimitado, sendo submetido ao escrutínio eleitoral, após quatro anos, para exercer um novo mandato.

Aí mora o perigo. Assim como existem os Poderes Legislativo, Judiciário e Executivo, para controles mútuos, este último não pode recorrer sem limite à emissão monetária, apenas supostamente controlada por Quarto Poder não eleito: o dos tecnocratas nomeados para exercer o poder de Autoridade Monetária. Esse poder econômico-financeiro, caso seja submisso ao nomeador, propicia a capacidade de atuação do mandatário só em benefício político

próprio. Visa apenas a cativar eleitores, beneficiados por assistência social, para sua reeleição.

Partindo dessas ideias-básicas, neste capítulo atualizarei a resenha anterior com novas contribuições ao debate público sobre medidas de política econômica em curto prazo contra a crise sistêmica. No próximo tópico, resumirei as ideias referentes à política monetária. No outro, sintetizarei as proposições de política fiscal. Finalmente, concluirei com apresentação de breves comentários finais sobre a política econômica contra a Grande Depressão deflacionária como passagem para o último capítulo, onde defenderei a hipótese de o crescimento sustentado exigir *investimento produtivo*, incentivado pela intervenção governamental.

### Política Monetária: Regras ou Arbítrio

Há razões para os bancos não atenderem à demanda de crédito:

1. por o público não-bancário não mais querer adquirir ativos financeiros e "liberar" moeda para propiciar *finance* e/ou *funding*;
2. pela restrição ao refinanciamento, devido ao aumento do risco do credor (*exposure* ou grau de exposição do banco) quanto ao *credit score* do devedor, isto é, a avaliação do comprometimento do seu faturamento mensal, acompanhado pela cobrança de dívidas bancárias e comerciais;
3. por as Autoridades Monetárias não sancionarem mais a multiplicação de moeda sobre a base tradicional de reservas bancárias e/ou elevarem a taxa de juros de referência.

A receita pós-keynesiana de política monetária recomenda:

1. atitude acomodatória quanto à oferta monetária endógena, criada pelas "forças do mercado" através das relações entre bancos e clientes;
2. rígido controle institucional com fiscalização administrativa sobre a atuação dos bancos e exigências macroprudenciais como a elevação da capitalização e a diminuição da alavancagem.

Os keynesianos entendem o nível da taxa de juros ou da oferta de moeda face à preferência pela liquidez afetar o lado real da economia. Defendem, então, a discricionariedade na condução da política monetária.

Os monetaristas pregam a moeda ser neutra e não afetar o lado real em longo prazo. Eles se apresentam como defensores de regras.

Essa polêmica relaciona-se, indiretamente, ao debate “regras versus arbítrio” e gira em torno da independência dos bancos centrais:

1. defensores de “regra” defendem a adoção da política de atingir taxa de crescimento estável, antes em *agregado monetário*, depois em *teto de gasto público*, para “não perturbar o livre funcionamento das forças de mercado”;
2. apoiadores de “arbítrio” propõem a Autoridade Monetária ter uma atitude passiva quanto à oferta de moeda, porém com rígida supervisão bancária e/ou controles financeiros seletivos.

### Doutrina da PUC-Rio

Márcio G. P. Garcia é Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio. Em sua coluna (Valor, 19/06/2020), ele se pergunta: *quanto ainda pode cair a Selic?* Teme o risco fiscal exacerbado, assumido em função do auxílio emergencial aos pobres e às empresas não-financeiras, colocar economia em um novo mundo econômico, sobre o qual confessa: “não sabemos como funciona”.

É o Argumento da Incredulidade Pessoal: a incapacidade pessoal de entender algo o leva a acreditar aquilo ser falso ou impossível. Talvez se tivesse estudado mais a doutrina “heterodoxa”, inspirada na obra de John Maynard Keynes sobre a Grande Depressão dos anos 30 no século XXI, tivesse o conhecimento para diagnosticar essa circunstância e receitar os necessários medicamentos econômicos.

A mistura da *regra* (variável-meta) com *arbítrio* (variável-instrumental) do regime de meta inflacionária (RMI) gera confusão mental quando a realidade foge do binário “modelo da gangorra”:



taxa de juro no “céu” para colocar taxa de inflação no “inferno” – e vice-versa, em situação de deflação, como é a ameaça atual. Os tecnocratas do Banco Central do Brasil, apoiados pela doutrina da PUC-Rio, têm dificuldade arbitrar a taxa de juro para elevar a taxa de inflação da meta anunciada para 2021: 3,75% aa.

As expectativas de inflação para este e para o próximo ano situam-se bem abaixo da meta. Tal cenário para a inflação, combinado com depressão profunda e desemprego elevadíssimo, seguindo o RMI, recomendaria o BCB continuar a reduzir juros.

O Banco Central se mostra excessivamente conservador ao não fixar a Selic em patamar ainda mais baixo? Quanto afinal pode ainda cair a Selic? Não poderia ser fixada em zero?

Dois fatores poderiam recomendar cautela na redução da Selic:

1. o eventual sucesso dos programas de estímulo creditício e de recomposição de renda impedirem a demanda agregada cair tanto como ora se estima – reconhecendo *o crédito ser dirigido pela demanda incentivada*;
2. prêmios de risco se elevar com a piora do cenário fiscal (déficit primário elevado e dívida pública alta e crescente) e a interrupção das reformas neoliberais, velha ladainha dessa doutrina ortodoxa.

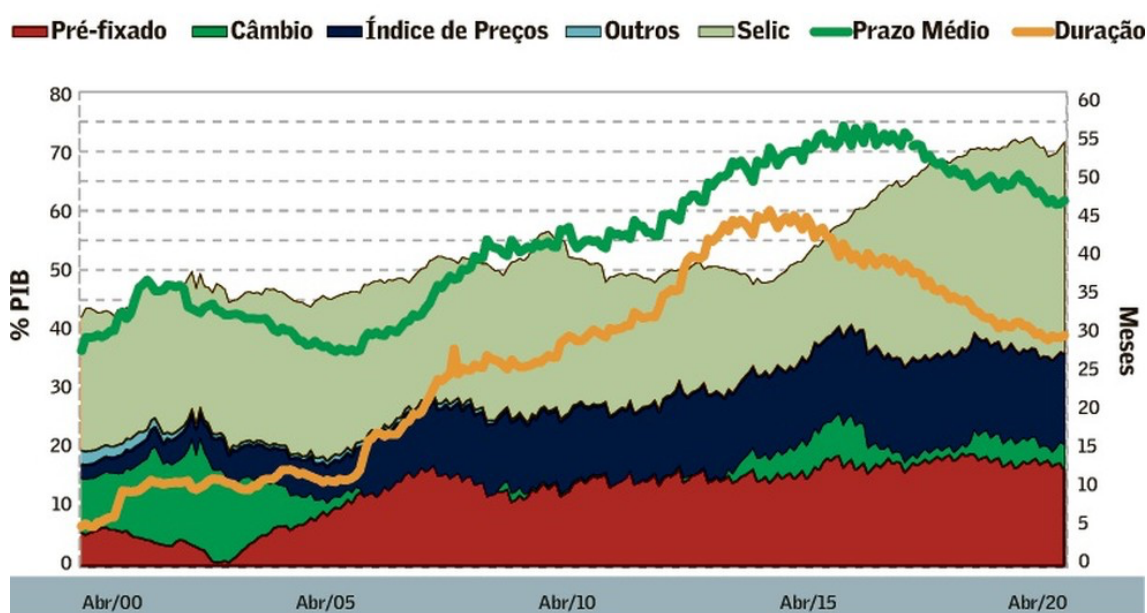
Os carregadores de dívida pública – vimos as instituições financeiras, os fundos de pensão e os investidores institucionais dividirem 78% igualmente entre si – temeriam o aumento de despesas governamentais relacionadas ao combate à pandemia venha a se perpetuar. Aliado à ausência das outras reformas estruturais para obter o sonhado Estado mínimo e o livre-mercado, ambos fatores colocariam a dívida pública em trajetória insustentável.

Isso faria os investidores, nacionais e estrangeiros, demandarem maior retorno (prêmio de risco mais alto) para manter suas aplicações no país. Vimos os investidores estrangeiros já terem feito uma fuga de capital, tanto do mercado de títulos de dívida pública, quanto do mercado de ações brasileiro. Aqueles três importantes carregadores de títulos públicos, dois com capital de origem trabalhista, investiriam em dólares?

“Se, em tal cenário, a Selic viesse a baixar muito mais, poderia haver fuga de capitais, como já ocorreu várias vezes no passado, fazendo com que a taxa de câmbio voltasse a se depreciar em larga medida. Ao fim e ao cabo, tal cenário indesejado poderia levar à elevação significativa da inflação”, afirma Garcia. Daí analisa se tal cenário extremo é plausível.

## Dívida pública mobiliária federal interna

Composição (% PIB) e Maturidade



Hoje, mais da metade da dívida pública em mercado é indexada à Selic conforme o gráfico acima. A Selic sempre foi um “porto seguro” para os investidores. Desde o início dos anos 90, aplicações indexadas à taxa Selic têm provido elevados rendimentos reais acima da inflação. Mas, antes, a Selic subia durante as crises, inclusive no início da crise de 2008 a Autoridade Monetária cometeu esse erro.

No mês de maio de 2020, houve demanda suficiente para 62% da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) ser *dívida mobiliária em mercado* e 22% serem *operações compromissadas remuneradas por Selic*. O saldo daquela atingiu R\$ 3,668 trilhões e o destas R\$ 1,310 trilhão, com significativa elevação (37%) em relação a dezembro de 2019, quando era R\$ 952 bilhões.

A dúvida de Garcia é se a nova realidade da Selic com rendimento real negativo, combinada a um risco fiscal de grandes proporções, levará os detentores de dívida pública a preferirem aplicações em dólar e ativos reais. É a tradicional preocupação quanto à sustentabilidade da dívida pública.

Vimos a maior parte dos trabalhadores do varejo de alta renda ter sua riqueza financeira para aposentadoria lastreada em títulos de dívida pública. O Estado nacional, emissor de moeda soberana, daria um calote nos seus credores, entre os quais os próprios tecnocratas da casta dos sábios?!

Garcia reconhece o quadro hoje ser hoje muito mais sólido, em comparação com as crises da primeira Era Neoliberal (1989-2002). Todos os indicadores confirmam ter sido devido às medidas da Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014). A inflação não ameaça desde 2003, exceto em 2015, quando voltou a Velha Matriz Neoliberal. As reservas internacionais somaram US\$ 239,1 bilhões já em dezembro de 2009, impedindo a repetição de crise cambial naquele ano de recessão, como tinha ocorrido antes com crises de balanço de pagamentos.

Hoje, com a depreciação cambial já ocorrida, deverá haver superávit em conta corrente. Tampouco parece haver fragilidades significativas nos bancos ou nas empresas não-financeiras, como nos anos 90, quando várias PJ quebraram por perda da receita do *floating* ou tiveram de ser salvas, devido às excessivas dívidas em dólar.

No entanto, os primeiros resultados da *Pesquisa Pulso Empresa: Impacto da Covid-19 nas Empresas*, componentes das Estatísticas Experimentais do IBGE, são preocupantes. Das 1,3 milhão de empresas fechadas (temporária ou definitivamente) na primeira quinzena de junho, 522,7 mil (39,4%) encerraram suas atividades por causa da pandemia, sendo 518,4 mil (99,2%) de pequeno porte (até 49 empregados), 4,1 mil (0,8%) de porte intermediário (de 50 a 499 empregados) e 110 (0%) de grande porte (mais de 500 empregados). Ainda entre as empresas encerradas por causa da pandemia, 258,5 mil (49,5%) delas eram do setor de Serviços, 192,0 mil (36,7%) do Comércio, 38,4 mil (7,4%) da Construção e 33,7 mil (6,4%) da Indústria.

Para Garcia, o problema fiscal é muito maior em lugar da preocupação com o desemprego e a perda de renda (e riqueza) generalizada. O temor dos detentores de riqueza financeira costuma ser sempre com “o orçamento público mais estressado e enrijecido, além de dívida pública em trajetória explosiva. Para piorar, a crise política parece ter arrastado o governo para um jogo turbinado de compra de favores no Congresso Nacional para evitar o impedimento do presidente”.

Conclui: “a sistemática de metas para inflação sem haver ameaça de descontrole fiscal recomendaria a Selic ser imediatamente reduzida para níveis mais baixos. Mas o risco fiscal exacerbado pode colocar nossa economia em um outro mundo, no qual não sabemos bem como as coisas funcionam”.

Neste cenário, defende “o Banco Central seguir em sua trajetória de redução paulatina dos juros, tentando descobrir, pouco a pouco, qual é o limite imposto pela realidade”. É a velha tática de tentativa-e-erro: através do processo de *tâtonnement* (“tateio” derivado do verbo “tatear” em português), o leiloeiro walrasiano virou tecnocrata da Autoridade Monetária...

Em sua coluna do mês seguinte (Valor, 10/07/2020), seu conservadorismo já adverte: “reduzir mais a Selic exigiria *queda substancial do risco fiscal da economia brasileira*. Até onde a vista alcança, é improvável”.

O déficit primário (sem juros) em 2020 deve ultrapassar 10% do PIB. O FMI projeta a dívida pública bruta chegar a 102,3% do PIB, configurando endividamento muito acima do de qualquer país em desenvolvimento.

Passada a pandemia, defende “mais do mesmo” – volta da *dominância fiscal* com a permanente pregação de corte de gastos públicos – para repor a dívida pública em trajetória cadente. Ameaça: “caso contrário, haverá dificuldade crescente para rolá-la”.

Desdenha dos economistas “heterodoxos” por defenderem os gastos adicionais serem financiados sem aumentar a dívida pública, via emissão de moeda. Alerta tal recomendação ser baseada em perigosa falácia. Cita seu artigo em coautoria com Marcos Mendes

“Não há Mágica” (FSP, 06/03/2020). Depois, analisarei a argumentação de ambos.

Lamenta a capacidade de resistência da equipe econômica às iniciativas de criar novas despesas diminuir porque o governo populista de direita está se enfraquecendo politicamente e torna-se refém do Centrão. Na realidade, está “comprando votos populares” com tal política de assistência social emergencial.

Para Garcia, é no binômio juros e câmbio onde reside o principal desafio da Autoridade Monetária. “Com inflação baixa e cadente em meio à depressão, o Banco Central poderia, em princípio, reduzir ainda mais a taxa Selic. Mas com a significativa deterioração do panorama fiscal, considerações envolvendo risco de crédito (calote) da dívida pública podem limitar a margem de manobra”.

O percentual de rolagem da dívida público à taxa Selic está em elevação, pois o Tesouro Nacional (TN) reluta em emitir títulos longos por pagarem juros acima da taxa Selic. Algumas iniciativas em curso como a transferência dos lucros do Banco Central com reservas para o Tesouro Nacional e a desvinculação de alguns fundos devem disponibilizar recursos adicionais para o Tesouro ter de rolar toda sua dívida vincenda.

Mas Garcia adverte: “quando o TN deixa de rolar sua dívida, para manter a taxa Selic fixada pelo Copom, o BCB tem de enxugar a liquidez liberada pelo TN via operações compromissadas, o que significa emissão de outra forma de dívida, muito curta, à taxa Selic. O resultado final é tão somente a transformação de dívida longa vincenda em dívida curta à taxa Selic”.

Volta a questão-chave: *caberia a zeragem da Selic?* Desta vez responde taxativamente: “caso a Selic venha a ser percebida como excessivamente baixa, isso poderia criar recomposições desestabilizadoras de carteiras patrimoniais, com investidores se desfazendo de títulos públicos para comprar dólares. Tal movimento causaria depreciação ainda maior do real, fadados a ter repercussões inflacionárias no médio prazo”.

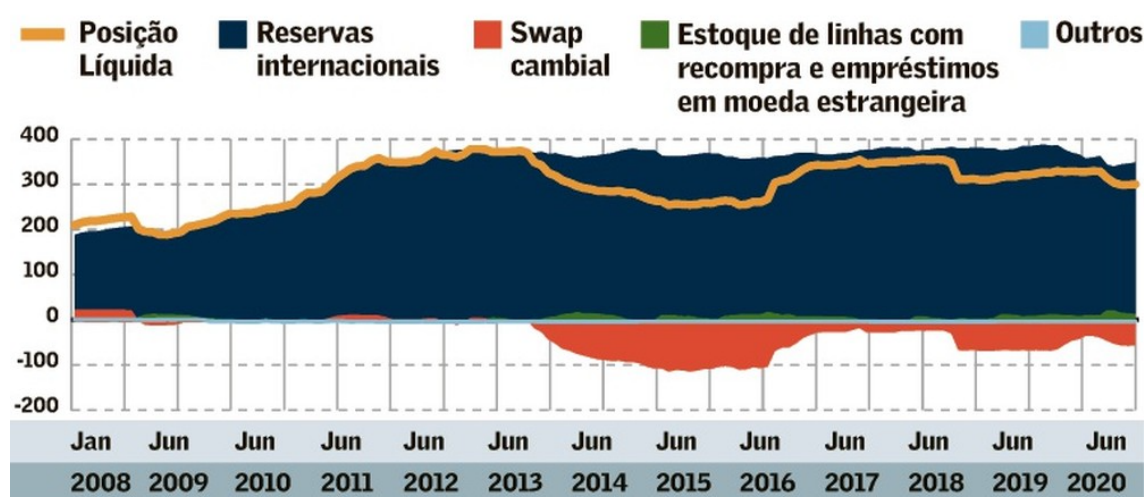
Compras de títulos de dívida pública pelo Banco Central do Brasil diretamente do Tesouro Nacional são proibidas. Para baratear a rolagem da dívida, só pode atuar em mercado secundário, ou seja,

comprar de bancos *dealers* ou de outros intermediários. Intervenções cambiais, para conter a depreciação da moeda nacional, para Garcia, “não teriam grande eficácia”.

É preciso ter em conta o *risco fiscal* na economia brasileira ser, hoje, muito alto. Intervenções do BCB podem realocar o risco fiscal entre ativos, mas não o suprimir. O gráfico apresentado por ele mostra o BCB intervindo maciçamente nos mercados cambiais desde 2008. Mas isso nem impediu depreciação substancial do real, nem eliminou a alta volatilidade no mercado de câmbio.

## Reservas e Intervenções Cambiais

(US\$ Bilhões)



Fonte: Banco Central

Garcia conclui sua argumentação conservadora ao alegar “a redução observada até aqui, sem maiores impactos na alocação de portfólios, só foi viável em decorrência da inundação de liquidez feita pelos Bancos Centrais das economias avançadas. Reduzir mais a Selic exigiria queda substancial do risco fiscal da economia brasileira”.

No citado artigo “Não há mágica” (FSP, 7.abr.2020), Márcio Garcia (Professor Titular do Departamento de Economia da PUC-Rio) e Marcos Mendes (Doutor em economia pela USP, consultor legislativo do Senado e ex-chefe da assessoria econômica do ministro da Fazenda, durante o governo golpista de 2016 a 2018) já tinham defendido o *conservadorismo fiscal*: “temos de evitar dar dinheiro público a quem não precisa e estender gasto emergencial para além do necessário”.

A argumentação é a convencional: “o déficit primário de 2020, estimado em R\$ 429 bilhões, já é suficiente para fazer a dívida bruta caminhar para, pelo menos, 90% do PIB, mesmo se a recessão for leve. Em cenário menos otimista, a dívida bruta chegaria facilmente a 100% do PIB. Mesmo descontando reservas internacionais, hoje da ordem de 25% do PIB, ficaríamos com uma dívida líquida de reservas bastante elevada, de 75% do PIB”.

Desdenham quem não vê problema nisso ao argumentar ser possível o Banco Central *emitir moeda para pagar a dívida*. Em um contexto de deflação em todo o mundo, essa expansão não aumentaria nossa inflação. Infelizmente, dizem os conservadores, “não é o caso”.

No atual regime de política monetária, o BCB fixa uma taxa de juros para atingir uma meta para a inflação. Para atingir a taxa Selic determinada pelo Copom, diferentemente do dito pelos coautores – “ele precisa prover a quantidade de moeda demandada pelo sistema, seja ela qual for” –, ele monitora *online* o mercado de dinheiro. Através de operações de *go around* controla a liquidez de modo colocar a Selic-mercado no nível da Selic-meta.

*Go around* é um leilão informal ou secundário de títulos públicos. Descreve o processo pelo qual a mesa de negociação do BCB pede a seus *dealers* (bancos autorizados a agir em seu nome) obterem cotações de compra e venda. Pode haver aviso desses leilões por telefone do Banco Central para os bancos ou, mais frequentemente, por sua rede eletrônica.

Garcia e Mendes têm razão ao afirmarem: “não é possível, simultaneamente, fixar juros e controlar a quantidade de moeda”. O juro é fixado e atende-se toda a demanda por moeda àquela taxa. A oferta de moeda é endógena: *a demanda efetiva determina sua oferta*.

Se o BCB passar a emitir moeda, para pagar a dívida do Tesouro, abstraindo da restrição legal para fazê-lo, haverá aumento da liquidez no mercado e a taxa Selic ficará abaixo do valor fixado pelo Copom. A reação do BCB terá de ser a de vender títulos públicos, via operações compromissadas, para reduzir a liquidez e puxar os juros para cima. Esses títulos colocados em mercado para

lastrear essas operações aumentarão a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

Daí apelam ao *conservadorismo institucional*. “Somente poderíamos recorrer à monetização da dívida se abandonássemos o bem-sucedido *sistema de metas de inflação*. O BCB passaria a atuar com metas de agregados monetários, e os deixaria crescer frouxamente. Mesmo com baixa inflação internacional, os preços se acelerariam no Brasil. Para quem acha que a atual conjuntura mundial deflacionária não permitiria isso, basta olhar para a Argentina”.

Infelizmente, os coautores usam maus argumentos para instilar medo no leitor leigo:

1. *argumento a partir das consequências*: refutam a veracidade de uma proposta, apelando às imagináveis más consequências sob o ponto de vista ortodoxo, caso ela seja implementada;
2. *aposta no medo do público com argumento baseado apenas em ameaças ou mentiras descaradas*: se não oferecem provas concretas da proposta do financiamento monetário do déficit fiscal levar ao cenário futuro assustador, não há como refutá-la;
3. *Falácia da Bola de Neve*: sem provas das más consequências serem inevitáveis, procuram desacreditar a proposta com o argumento de sua aceitação levar à sequência de eventos indesejáveis.

Criticam, da mesma forma, os economistas defensores de *colocar a taxa Selic perto de zero*. “Também é um erro. Para manter a taxa Selic tão baixa por muitos anos seria preciso convencer os financiadores da dívida pública a comprar títulos brasileiros de baixo rendimento. A tendência seria uma *fuga de capitais*. Só conseguiríamos manter o financiamento a nossa dívida impondo controles à saída de capitais, e recorrendo a expedientes como forçar os fundos de pensão das estatais a comprar títulos públicos”.

Dizem: “a volta da velha ‘*repressão financeira*’ seria outro retrocesso institucional significativo”. Novamente, apelam para a *Tese da Perversidade*, adotada na retórica da intransigência: qualquer ação proposital para melhorar determinado aspecto da ordem econômica,



social ou política só serve para exacerbar a situação com a pretensão de se remediar.

É verdadeira a afirmação seguinte: “o Banco Central influencia, mas não determina o custo de financiamento do Tesouro. Quando tenta jogar o juro muito para baixo, de forma *incompatível com o risco percebido pelo mercado*, ele não consegue induzir a queda das taxas oferecidas nos leilões de títulos do Tesouro”.

Não oferecem provas concretas a respeito do *risco de default do Tesouro Nacional*, sempre alardeado e jamais visto. “Com a política fiscal expansionista será muito difícil levar a taxa Selic para perto de zero. E com o crescimento da dívida, o *risco de default* aumentará, empurrando para cima os juros reais requeridos pelos compradores de títulos públicos”.

Outra crítica é feita à proposta de vender reservas internacionais, para quitar parte da dívida bruta. As reservas se valorizaram muito em reais com a recente depreciação cambial. Mas o combate à excessiva depreciação da moeda nacional justifica seu uso para irrigar o mercado de câmbio com dólares.

É sensato advertirem: “o objetivo de vender reservas agora não deve ser o de diminuir a dívida bruta. A real situação de solvência do setor público é dada pela dívida bruta menos reservas. Vendê-las apenas mudaria a composição da dívida líquida, sem melhorar a situação patrimonial do governo”.

Por fim, os coautores usam maus argumentos baseados na ignorância própria ou alheia. O chamado “Apelo à Ignorância” é a tentativa de convencimento de algo ser verdadeiro simplesmente porque ainda não foi comprovado como falso – e vice-versa. Assim, *a ausência de prova é transformada em prova por ausência*.

Os neoliberais costumam fazer oferta à divindade: O Mercado visto como um deus. Dentro do espírito religioso, pregam a renúncia, voluntária ou forçadamente, a algo possuído: “sem algum sacrifício nada se obterá”. Pregam um espírito de sacrifício, para a população se sacrificar ou ceder sem benefício imediato, tipo “só com espírito de sacrifício atingiremos o objetivo”. Propõem privações auto impostas.

Garcia e Mendes pregam: “não existe mágica para nos livrarmos da dívida que ora se acumula. Serão décadas de esforço fiscal. Já estamos mais pobres”.

Os coautores fazem um apelo para se evitar dois graves erros:

1. dar dinheiro público a quem dele não precisa; e
2. estender os gastos emergenciais para além do tempo estritamente necessário, agravando nossa já precária situação fiscal.

“Sem esses cuidados, corremos o risco de sair da pandemia voltando a conviver com inflação elevada e com grande dificuldade de retomar o crescimento”, concluem.

#### Escola de Campinas: Contribuição para o Debate

Pedro Paulo Zahluth Bastos, Professor Associado do Instituto de Economia da UNICAMP, publicou “Pandemia, emissão de moeda e dívida pública no Brasil: uma contribuição para o debate” pelo CECOM-IE-UNICAMP. O texto é uma versão mais complexa, longa, e com dados atualizados até o final de maio de 2020, de um artigo de divulgação científica, publicado no site da Carta Maior em 18 de maio de 2020.

Defende: “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”. No entanto, “a depender do montante, parte significativa da expansão da liquidez gerada pelo déficit público tende a se transformar em dívida pública através de operações compromissadas”.

Pretende discutir se a parte do poder de compra criado pelo déficit público ao se tornar reserva bancária pode ser absorvida com custo fiscal menor, se comparado com o de lançamento de títulos da dívida pública, através de depósitos compulsórios. Um problema, não analisado por ele, é este instrumento de política monetária não se prestar para intervenções ágeis de modo a regular a taxa de juro.

Seu argumento é a demanda por papel moeda em poder do público (PMPP) não ser fixa e, portanto, a emissão monetária não vai

se transformar inteiramente em reservas bancárias nem ser poupada. 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 recebedores da transferência governamental. Os mais pobres têm maior propensão a consumir, além de terem maior a tendência em usar papel-moeda ao invés de depositar em bancos e daí ampliar as reservas bancárias.

Contudo, não entendi seu argumento de “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*”.

Entendo a *multiplicação da renda* passar por várias rodadas de compras-e-vendas de consumidores, comerciantes, fornecedores, alcançando os produtores. Todos esses agentes econômicos são “bancarizados” e tendem a fazer depósitos. As empresas não-financeiras tomam crédito para capital de giro. O *multiplicador monetário* envolve, igualmente, diversos setores de atividade econômica.

Todas as operações de depósitos ou créditos, sejam quais forem as partes envolvidas, exceto o Banco Central, provocam alterações nos níveis individuais de reservas bancárias das instituições financeiras sem alterar o saldo consolidado do sistema financeiro. O mercado de reservas bancárias constitui um *sistema fechado*, onde as instituições não são capazes de criar ou destruir reservas bancárias sem a participação do Banco Central.

O *multiplicador monetário* é um quociente *ex-post* entre os saldos de fim de período dos meios de pagamento (MP) e da base monetária (BM):  $k = MP / BM$ . Logo,  $MP = k.BM$ . A multiplicação depende da forma pela qual os bancos criam moeda.

$k = (PMPP + DV) / (PMC + RB) = 1 / \{(PMPP / MP) + ([EBC + RB] / MP)\}$ , onde: PMPP é papel-moeda em poder do público, DV são depósitos à vista, PMC é papel-moeda em circulação, EBC é o encaixe bancário e RB é as reservas bancárias (voluntárias ou compulsórias).

Se aumentarem os saques de papel-moeda, diminui o multiplicador, assim como se aumentar o encaixe e as reservas bancárias.

O *efeito multiplicador potencial*, se operações de crédito se sucedessem sem nenhum vazamento do sistema bancário sob forma de retirada em papel-moeda, resultaria em um montante de novos depósitos, dos quais certo percentual seria, de maneira compulsória, recolhido. Seu cálculo deriva da fórmula:  $k = 1 / r$ , onde  $k$  é a magnitude do efeito multiplicador e  $r$  a taxa exigida de encaixes monetários e recolhimentos. O multiplicador monetário poderia chegar ao infinito se a exigência de depósitos compulsórios fosse zero.

Os recolhimentos compulsórios, a cada rodada de empréstimos, impedem as instituições financeiras transformarem todos os recebimentos de depósitos à vista do público, na íntegra, em lastro da multiplicação de recursos com a expansão de seus empréstimos ao público. Senão provocaria uma “inflação verdadeira” quando atingisse a plena utilização da capacidade produtiva ou “pleno emprego”.

O ponto crucial para eventual intervenção do Banco Central, no mercado interbancário de dinheiro, são as situações quando as oscilações no estoque total de reservas bancárias determinam bruscas variações na taxa de juros de curtíssimo prazo:

- aumento excessivo no estoque (*mercado líquido*) leva a taxa de juros de mercado se deslocar para baixo;
- diminuição excessiva no estoque (*mercado ilíquido*) leva a taxa de juros de equilíbrio a se deslocar para nível mais elevado.

Como monopolista dos instrumentos de criação e destruição de reservas bancárias, somente o Banco Central dispõe de instrumentos para neutralizar os eventuais desequilíbrios nesse mercado. No jargão dos profissionais das tesourarias dos bancos, atuantes no mercado de dinheiro, quando ele está ilíquido, o Banco Central está *oversold* (vendido). Isso significa o volume de reservas bancárias no mercado estar inferior ao estoque de títulos, mantidos nas carteiras dos bancos.

Nesse caso, os bancos com fluxos de caixa deficitários têm dificuldade de financiar suas carteiras de títulos, no mercado interbancário de reservas. Como resultado, aceitarão pagar o juro desejado pelo Banco Central (Selic-meta), para “zerar” seu caixa.

Bastos expõe os argumentos usados no debate mundial *contra* “emitir dinheiro e distribuir para o povo”.

1. em Armadilha de Liquidez, situação precaucional com temor do futuro desemprego, ou de recomposição patrimonial pela perda de riqueza, *os agentes econômicos provavelmente poupariam* as transferências monetárias recebidas;
2. 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* – e não haveria como evitar o crescimento da dívida pública na mesma proporção;
3. as transferências monetárias para os cidadãos acabariam provocando total *desconfiança quanto à moeda nacional* e sua substituição por moedas estrangeiras ou ouro;
4. não é preciso recorrer à emissão monetária, pois só haveria limites para o endividamento público em condições nas quais a competição por “poupanças” reais ou “fundos emprestáveis escassos” elevasse a taxa de juros e produzisse crise fiscal, forçando a austeridade, mas na atual situação de *excesso de poupança e taxas de juros negativas*, o déficit público poderia aumentar sem gerar crise fiscal.

No debate brasileiro, reaparecem essas posições contrárias à emissão monetária sob as seguintes formas:

1. a emissão só faz diferença em relação à emissão da dívida pública se não reduzir a taxa básica de juros para zero ou abandonar a Selic-meta como instrumento principal da política monetária em um regime de metas de inflação (RMI);
2. como o BCB não vai abandonar a meta de taxa de juros SELIC, nem reduzir a SELIC a zero, em contrapartida à emissão monetária, ele enxugaria o excesso de reservas bancárias, gerado pela emissão monetária, com operações compromissadas nas quais trocava títulos públicos pelas

reservas bancárias excedentes e, sendo assim, a emissão teria o mesmo custo fiscal e, portanto, não faria diferença em relação à dívida pública;

3. a emissão monetária colocaria a perder décadas de reconstrução da credibilidade quanto à defesa do valor da moeda ao combater a inflação, a responsabilidade fiscal e a independência do BCB ao força-lo a fixar SELIC-zero, gerando desconfiança quanto à moeda nacional e sua substituição por moedas estrangeiras, com grande fuga de capitais.

Segundo Bastos, “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”.

Ele aborda apenas a emissão monetária para compra de títulos públicos novos, ou seja, não discute 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, no debate brasileiro, supõem tanto a moeda quanto o título de dívida pública terem o mesmo custo fiscal. Mas, para Bastos, “isso não é verdade nem a curto nem a longo prazo”.

Em curto prazo, 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. Quando não se transforma em reserva bancária, não pode se transformar em operação compromissada e, portanto, não tem custo fiscal.

Não se deve criticar a emissão monetária para cobrir gastos sociais com o uso do método *ceteris paribus*: não se pode supor tudo o mais ficar constante depois. Isso pressupõe um nível nominal de demanda por papel moeda. Nesse raciocínio, qualquer papel-moeda após entrar em circulação logo seria inteiramente transformado em reservas bancárias excedentes.

Daí levaria, em seguida, ao aumento da dívida pública através de operações compromissadas. Os dados históricos não mostram estabilidade absoluta do *nível* da demanda por papel moeda, mas sim uma relativa estabilidade da *proporção* entre papel moeda e depósitos à vista ao longo do tempo.

Bastos adota a hipótese verossímil de o aumento do desemprego e da informalidade ampliar a demanda relativa por PMPP. O número de trabalhadores “desbancarizados” tende a crescer nas crises. Quanto às empresas não-financeiras abandonar a moeda-bancária não há evidência empírica, como é sugerido por ele.

“Quando o gasto público se direciona para sustentar a renda de trabalhadores informais e desempregados, portanto, é menos provável ser retido como depósito à vista”. Essa hipótese de Bastos é comprovada pelas pesquisas realizadas pelo Banco Central: o papel-moeda continua sendo, de longe, a forma de pagamento mais popular no Brasil. Quanto menor o valor unitário gasto, maior é o uso de papel moeda.

As filas para saque do auxílio emergencial apontam na mesma direção. Demanda encaixe monetário nos bancos: a disponibilidade de papel moeda em cofre-forte e nos caixas das agências.

Os dados empíricos e o argumento teórico de Bastos não implicam em todo o aumento do déficit público (despesas líquidas da Conta do Tesouro Nacional) ser retido como PMPP, encaixe técnico ou reservas bancárias desejadas, sem custo fiscal associado ao controle da liquidez indesejada. Ele quer dizer apenas, por a demanda por PMPP não ser fixa, *nem todo o déficit público, sobretudo quando ocorrer por transferências monetárias para cidadãos vulneráveis, se transformar em reserva bancária excedente*. Esta implicaria em operação compromissada com custo fiscal.

Conclui Bastos: “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”.

Ressalva ser possível o saldo de depósitos dos agentes econômicos de maior renda aumentar, a despeito das baixas taxas de

juros, como resultado do aumento da renda privada, multiplicada pelo gasto público deficitário. A partir desse saldo, como a aversão ao risco dos bancos pode permanecer elevada por causa da crise, as reservas bancárias excedentes podem crescer.

No entanto, alega Bastos, “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”.

Nesse ponto, ele dá a impressão de acreditar ser possível o multiplicador monetário ocorrer fora do sistema bancário, onde participam praticamente todos os agentes, aliás, equivocadamente considerados “público-não bancário”. Como vimos, pode ser no subsistema de pagamentos, no subsistema de crédito ou no subsistema de gestão de dinheiro, mas todos interagem para a emergência do sistema bancário como criador de moeda.

O segundo problema da objeção à emissão monetária, segundo Bastos, é desconsiderar opções sem custo fiscal para enxugar a liquidez excedente criada pela emissão. O Estado pode alterar o custo fiscal das reservas bancárias ao modificar a relação entre reservas livres e compulsórias não remuneradas.

Há a possibilidade de o objetivo do Banco Central aumentar a liquidez bancária em meio à crise global, ao invés de induzir os bancos a ampliarem o crédito às empresas e famílias, reforçar a expansão do saldo das operações compromissadas. Pode ocorrer porque as reservas bancárias excedentes crescem, por conta da aversão ao risco dos bancos, indicada por avaliação do cliente demandante, ou seja, por carência de demanda de crédito por bons clientes.

O “empoçamento de liquidez” nos bancos é mais um motivo para a expansão de liquidez ser canalizada através do gasto público (e, no Brasil, bancos públicos). Como Keynes dizia: “pode-se levar um cavalo à fonte, mas não se pode forçá-lo a beber”.

A operação reversa pode ocorrer se o Banco Central elevar os depósitos compulsórios não remunerados, reduzindo o custo fiscal das operações compromissadas. No Brasil, apenas os depósitos



compulsórios sobre os depósitos à vista não são remunerados, representando um volume muito pequeno do total.

Se o “dinheiro comprado” for recolhido, compulsoriamente, sem remuneração, o custo de oportunidade levará os bancos a direcionar seus clientes para aplicações em fundos de investimentos. Vimos os maiores ainda serem carregadores de títulos de dívida pública.

As reservas poderiam ser remuneradas, mas o custo fiscal poderia ser recuperado através de um imposto compensatório sobre os bancos. Teria outro fato gerador e não as reservas bancárias.

Para Bastos, “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”.

Ele volta a esgrimir o argumento já criticado por mim: “a redução da preferência pela liquidez, quando a economia se recuperar, tende a ter o efeito inverso sobre as reservas bancárias excedentes, reduzindo o saldo das operações compromissadas”.

Minha observação crítica é, no mercado secundário (interbancário), excluídas as operações envolvendo o Banco Central, o ganho de reservas bancárias por parte de uma instituição financeira decorre, necessariamente, de uma perda equivalente por parte de outra. Bancos superavitários emprestam suas sobras de caixa para deficitários demandantes esses recursos. No final do expediente bancário, todos deverão se zerar.

Todas as operações financeiras, sejam quais forem as partes envolvidas, bancos-clientes ou bancos-bancos, exceto o Banco Central, provocam alterações nos níveis individuais de reservas bancárias das instituições financeiras. Mas elas não alteram o saldo consolidado do sistema financeiro.

Discordo de sua hipótese de, quando a economia voltar a crescer e o crédito bancário se expandir, “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”. Ora, todo o multiplicador monetário, gerado por expansão do crédito,

expandirá o nível de reservas bancárias. Estas são espécies de contas correntes dos bancos no Banco Central.

Concordo com sua assertiva: “a aceleração da taxa de crescimento do PIB reduz a relação dívida pública/PIB”. Mas não creio poder simplesmente “eliminar parte das reservas bancárias excedentes que são a contrapartida das operações compromissadas com o Banco Central”.

Meu ponto de discordância é sem uso de outro instrumento de política monetária, como o recolhimento compulsório, o saldo das compromissadas – uso do instrumento de *open-market* – diminuir ao longo do tempo sem se incorrer nos mesmos custos da amortização (pagamento) de um título público lançado no mercado. Não sei se entendi quando Bastos afirma: “o Banco Central simplesmente devolve a reserva bancária em troca do título ‘compromissado’, emitindo moeda novamente, sem gastar recursos do Tesouro”.

Finalmente, Bastos rebate o terceiro argumento contra o financiamento monetário do déficit fiscal. “Há um benefício político e ideológico em recorrer à emissão”: comprovar o aumento da oferta de moeda não inevitavelmente provocar inflação. Mostraria o equívoco de imaginar “o excesso de reservas bancárias vai jogar a taxa SELIC a zero, pressionar a capacidade produtiva ociosa e provocar fuga de capitais”.

Bastos não acha prudente 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. Tampouco deve-se elevar desesperadamente os juros para tentar reverter a fuga para a qualidade em dólares às custas da estabilidade financeira interna.

Sua posição é clara e correta: “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*” (itálicos meus).

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. Os neoliberais argumentavam: 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. 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, quando a Constituição Federal proibiu 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 o governo gastar 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 o governo cortar gastos para mitigar seu próprio medo de calote.

Esse argumento de Bastos tem fundo na realidade. É fato os detentores de riqueza geralmente alegarem os impostos progressivos prejudicarem a economia como um todo. É óbvio sempre preferirem emprestar ao governo com juros elevados a pagar impostos.

O problema é misturar o velho (e falso) apelo ideológico “nós contra eles” com a correta associação do financiamento monetário do déficit público ao “dinheiro de helicóptero” sobre cidades e bairros pobres. Argumenta a “facilitação quantitativa para o povo” ter *maior impacto anticíclico e efeitos distributivos melhores* se comparada à “facilitação quantitativa”. Ele não diz, mas o leitor conclui: *para os ricos*.

Algumas perguntas-chave não foram realizadas e assim não puderam ser respondidas:

- emissão monetária sem limites, para a assistência social, não é uma arma politicamente muito poderosa para ficar nas mãos de um governante miliciano populista de extrema-direita?

- qual seria a consequência econômico-financeira (e a viabilidade política) de se efetivar a ameaça de confisco e retirar o lastro dos títulos de dívida pública na riqueza financeira do varejo de alta renda e do *Private Banking*, isto é, das castas brasileiras?

O Trabalho é capital acumulado... E este deve adicionar mais valor em investimentos produtivos. Este caminho será apresentado no último capítulo.

## Política Fiscal: Social-Desenvolvimentismo versus Fiscalismo

*Submissão* é o ato ou ação de se submeter a algo ou alguma coisa. É se deixar dominar passivamente, como uma forma de subordinação, vassalagem ou servidão.

A submissão é baseada na condição de apenas obedecer a ordens de um superior ou regras impostas por leis questionáveis. Abdica do direito de tomar decisões livres ou de se expressar de acordo com seu entendimento racional.

Quem vive em estado de submissão é chamado de *submisso* e caracterizado pelo excesso de humildade e servilismo. Normalmente, a submissão é marcada pela espontaneidade do submisso perante algo ou alguém, ou seja, uma obediência voluntária. O indivíduo submisso é vítima de humilhação devido à sua condição de extrema humildade ou servidão.

Em doutrina religiosa, de acordo com a bíblia sagrada cristã, o conceito de *submissão* faz referência à obediência do crente devida a Deus. Ele se autodenomina "temente de Deus". Em outra religião, Islã significa "submissão".

*Autoimolação* é o ato de se sacrificar em favor de algo maior como protesto ou martírio. No hinduísmo e xintoísmo, a autoimolação de maneira ritual é tolerada, como forma de devoção, protesto ou renúncia.

*Regra* pode ser vista como um estatuto ou prescrição de uma ordem religiosa, tal como um mandamento. Socialmente, é imposta como lei ou determinação legal. É aceita (ou não) como demonstração de prudência ou cautela, quando se prega *economia* como moderação.

Este é o ponto: para submissos, *economia* é a contenção ou a moderação nos gastos, para fazer uma poupança. *Economia*, nesse sentido, deixa de ser a Ciência Econômica, onde se estuda os processos dinâmicos de produção, distribuição, acumulação e consumo de bens materiais. Não se reduz a equilíbrio contábil; pelo contrário, *deduz visão de futuro*.

### “Zé Regrinhas”: muitos zagueiros e ninguém marca gol

A economia brasileira está travada pela *paranoia anticorrupção*. Muitos “Zé Regrinhas” sofrem distúrbio mental ao pensar obsessivamente em (ou suspeitar erroneamente de) Zé Corrupto estar tentando prejudicá-los. Inventam Regra de Ouro, Regra do Teto, etc.

Jairo Saddi é Doutor em Direito Econômico pela USP com Pós-doutorado pela Universidade de Oxford. Ele comentou a nova Emenda Constitucional no 106/2020, autorizando o Banco Central a comprar e a vender ativos específicos em mercados financeiros secundários, de capitais e de pagamento, em artigo (Valor, 25/05/2020).

Bancos centrais de diversos países já detinham a prerrogativa de comprar ativos, desde 2008, para estimular a economia. No curso normal da política monetária, o Fed chega a comprar mensalmente vários bilhões de dólares em ativos, inclusive em títulos do Tesouro Americano, por exemplo, na chamada “operação Twist”, quando vende títulos públicos americanos com vencimentos curtos para financiar a compra de papéis com vencimento longo.

Porém, aqui, desde a Carta de 1988, é expressamente proibida ao Banco Central do Brasil a aquisição de títulos do Tesouro Nacional por conta do histórico ruim de relações promíscuas no Estado patrimonialista. É fruto da paranoia anticorrupção.

Muitos contabilistas-fiscalistas defendiam o cumprimento do artigo constitucional como premissa para a inflação desaparecer da história brasileira. Estamos em deflação não por causa dela...

Agora, no meio da pandemia, a legalidade necessária para o Banco Central atuar em favor da sociedade veio com mudanças no Senado Federal. Restringiu os ativos possíveis de ser comprados e

vendidos pelo Banco Central em mercados secundários: debêntures não conversíveis em ações (o BNDESPAR deveria comprar as conversíveis); cédulas de crédito imobiliário; certificados de recebíveis imobiliários; certificados de recebíveis do agronegócio; notas comerciais; e cédulas de crédito bancário.

A Câmara dos Deputados alterou e restringiu o rol dos ativos e, no fim, em nova redação, ficou consignado quais o BCB poderia adquirir: títulos de emissão do Tesouro Nacional, nos mercados secundários local e internacional, além de ativos, em mercados secundários nacionais, no âmbito de mercados financeiros, de capitais e de pagamentos. Isto caso, no momento da compra, tenham classificação em categoria de risco de crédito no mercado local equivalente a BB- ou superior, conferida por pelo menos 1 (uma) das 3 (três) maiores agências internacionais de classificação de risco, e preço de referência publicado por entidade do mercado financeiro acreditada pelo Banco Central. Só.

O artigo ainda acrescentou quatro parágrafos de modo não apenas dificultarem o processo de atuação do BCB, mas a tornam na prática quase impossível. No primeiro parágrafo, determina ser dada preferência à aquisição de títulos emitidos por microempresas e por pequenas e médias empresas. Ora, elas não são emissoras de títulos privados sujeitos à aquisição pelo BCB!

O segundo parágrafo determina: o Banco Central do Brasil publicar, diariamente, "as operações realizadas, de forma individualizada, com todas as respectivas informações, inclusive as condições financeiras e econômicas das operações, como taxas de juros pactuadas, valores envolvidos e prazos". Esqueceram-se do sigilo bancário e do dever de fidúcia do gestor financeiro quando usa de recursos de terceiros.

O terceiro parágrafo obriga o presidente do Banco Central a prestar contas ao Congresso Nacional, a cada 30 (trinta) dias, do conjunto das operações previstas realizadas. Imita o princípio da *accountability* do Direito Americano, mas lá o poder emissor é do Congresso e não do Executivo, os dirigentes têm mandato e, como decorrência de um compromisso institucional (o Fed-Treasury Accord de 1951), a autoridade monetária é autônoma.

Finalmente, sobre a obrigatoriedade de *rating*, ou a classificação em categoria de risco de crédito no mercado local equivalente a BB- ou superior, conferida por pelo menos 1 (uma) das 3 (três) maiores agências internacionais de classificação de risco, com preço de referência publicado por entidade do mercado financeiro acreditada pelo Banco Central.

O chamado *investment grade* é BBB ou Baa. A classificação BB- já é considerada como *junk bond* ou inferior de alto risco. Sua precificação não é simples, até porque *rating* é, em alguns casos, contratado pelo emissor, em claro conflito de interesse entre contratante e emissor. Em geral, é uma contratação cara.

Não apenas só as maiores emissões conseguem ter *ratings*, como também ele não é a prova cabal da ausência de risco, mas apenas uma avaliação de terceiros sobre a capacidade da empresa honrar suas obrigações até aquela data. Conclui Jairo Saddi: "por tudo isto, perde-se mais uma oportunidade de se fazer bem-feito uma medida real e necessária. Pena."

Pior, Camila Villard Duran, professora de Direito da USP e pesquisadora sênior associada ao Programa de Governança Econômica Global da Universidade de Oxford, e Danilo Tavares, professor de Direito Administrativo e Econômico da Unifesp, queriam mais regras!

Nessa urgência de crise socioeconômica, cobraram em artigo (Valor, 03/07/2020): "o BCB pode ir às compras e atuar no mercado secundário, adquirindo, inclusive, títulos privados. Mas como o BCB vai exercer a generosidade dessa aquisição e selecionar ativos? Haverá considerações quanto à sustentabilidade ambiental de títulos? Quais setores serão privilegiados de forma a ter como efeito a geração de empregos, que é o principal problema social posto pela covid-19? O Congresso estipulou alguns poucos critérios relacionados às características dos títulos que podem ser comprados. Não atribuiu, contudo, a responsabilidade ao BCB de *avaliar e comunicar o impacto socioambiental de suas decisões*".

O Banco Central faz gestão do bem público chamado "moeda" e da estabilidade financeira. Em sua ação, jamais pode desconsiderar os efeitos inerentes sobre emprego, meio ambiente e desigualdade social em seus diferentes aspectos, de gênero, classe social e raça.

São princípios a serem seguidos por todas instituições do Estado brasileiro através de decisões dos servidores bem formados com espírito público.

No entanto, para haver discordância a respeito do significado de *tempestividade* entre economistas e juristas. Para os primeiros, é questão de oportunidade, tem de acontecer no momento exato ou oportuno. No entendimento jurídico, a tempestividade do recurso é aceita quando se encontra dentro do prazo estabelecido pela lei. A *lei do mercado* não espera a *lei jurídica*, porque a Justiça brasileira tarda... e não vem. Falha em termos sociais.

Ribamar Oliveira foi assessor de imprensa do Ministério do Planejamento e do Banco Central do Brasil. Em artigo (Valor, 02/07/2020), intitulado "O QE tupiniquim está limitado", alertou para um suposto descuido na redação da PEC 106 ter deixado de excluir operação do BCB do *teto de gastos*. É mais uma regrinha para autoimolação da economia brasileira...

O objetivo de todo o poder concedido pelos representantes do povo brasileiro ao BCB foi para ele evitar uma Grande Depressão deflacionária no Brasil, adotando uma política monetária flexível. Ela, durante a crise financeira de 2008/2009, ficou conhecida como QE - sigla para o termo em inglês "*Quantitative Easing*". No Brasil, foi entendida como "afrouxamento monetário" - e não traduzida diretamente como "Facilitação Quantitativa".

Com a taxa de juros próxima a zero (negativa, em termos reais), o uso dos juros pelos Bancos Centrais para regular a atividade econômica deixa de ter efeito expansivo dos preços. Com a deflação, os consumidores estão sempre adiando as compras. E as empresas não-financeiras reagem cortando gastos com trabalhadores para diminuir custos e preços. O processo realimenta um círculo vicioso.

Alguns Bancos Centrais passaram, então, a comprar grande quantidade de títulos no mercado financeiro e de capitais, além de títulos dos seus próprios governos, negociados no mercado secundário. Por meio desse mecanismo, eles injetaram uma quantidade imensa de moeda na economia, evitando, com isso, uma depressão mundial.



Com a EC 106, o Congresso Nacional deu poderes ao BCB para fazer o mesmo, caso necessário. No entanto, “Zé Regrinha” vê problema em lugar de solução: “da forma como está sendo operacionalizada, a política do QE tupiniquim ficou limitada”.

Quando anunciou as regras e diretrizes do seu programa de compras, o BC informou: as aquisições de títulos privados teriam impacto no resultado fiscal primário. Cada compra elevaria o déficit e a venda reduziria o déficit. A compra de ativo privado afetaria a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e, portanto, *o resultado primário*.

Uma despesa primária precisa transitar pelo Orçamento da União, pois um gasto não pode ser executado sem estar autorizado pela lei orçamentária. Assim, o governo teria de enviar ao Congresso um pedido de crédito suplementar ao Orçamento para acomodar a despesa com a compra de títulos privados pelo BCB.

Uma despesa primária está, necessariamente, submetida ao *teto de gastos* da União – essa aberração econômica incentivada por contabilistas-fiscalistas e aprovada pelos golpistas em 2016 –, exceto de se for excluída do limite por determinação constitucional. Por má fé, na chamada PEC do Orçamento de Guerra, origem à EC 106, a despesa do BCB com a aquisição de títulos privados não foi excluída do *teto*.

Para contornar esse problema, o presidente eleito, submetido ao “posto Ipiranga”, teria de editar uma medida provisória abrindo um crédito extraordinário no Orçamento, acomodando, assim, a despesa do BCB. Pela EC 95/2016 (*Regra do Teto*), os créditos extraordinários estão excluídos do limite da despesa. Mas, na MP, teria de se dizer o valor do crédito e informar como a despesa seria custeada.

O Banco Central vai emitir moeda para comprar os títulos privados, mas esse aumento do seu passivo monetário não é, conceitual e legalmente, uma receita orçamentária. Inserir tal receita no Orçamento seria *inconstitucional*.

Antônio D’Ávila Carvalho Jr. foi um dos auditores do Tribunal de Contas da União (TCU) golpista, inventor da denúncia das “pedaladas fiscais” como fosse um crime de responsabilidade cometido pela presidenta eleita Dilma Rousseff. O “Zé Regrinhas” disse, agora,

durante grave crise socioeconômica: “a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) determina apenas as despesas relativas a pessoal e encargos sociais, custeio administrativo e os investimentos do BCB devem integrar a lei orçamentária anual”.

Ele foi agraciado com um cargo de consultor da Câmara de Deputados. Afirmou também: “o *teto de gastos* não pode limitar a atuação do Banco Central, quando se trata de emissão de moeda, não interessando se a operação possa ser ou não classificada pelas estatísticas fiscais como despesa primária”. Em suas palavras, a *emenda de teto de gastos* não teria qualquer influência, limitação, ou restrição quanto à política monetária.

D’Ávila, convenientemente para manutenção de seu cargo, discorda da interpretação apresentada pelo Banco Central de a compra de ativos privados alterar a DLSP, ou seja, o resultado primário do setor público. Para o oportunista, os títulos privados a serem adquiridos atendem aos critérios estabelecidos pelas estatísticas fiscais para serem registrados como um ativo na DLSP.

O consultor observou: o BC saberá os valores de mercado dos papéis quando for adquiri-los. “Uma debênture no valor de R\$ 1.000 e avaliada como BB- será adquirida, por exemplo, por R\$ 200. Essa quantia a ser entregue pelo BCB ao detentor do título será o valor do ativo a ser registrado nas estatísticas fiscais”, explicou. Por isso, para ele, não haverá variação na DLSP, ou seja, no resultado primário.

D’Ávila considera a operação de compra de títulos privados pelo BCB ser de *natureza monetária*. Portanto, deve ficar fora do Orçamento, por mandamento constitucional e não se submeter ao *teto de gastos*, mesmo se for classificada pelo BCB, em suas estatísticas fiscais, como uma despesa primária.

Conclui Ribamar Oliveira: “enquanto essa questão de contabilidade pública não for solucionada, o BCB não poderá comprar títulos privados e o QE tupiniquim estará limitado. Só poderá comprar títulos do Tesouro negociados no mercado secundário”.

Certa vez, surpreso, escutei de um Diretor Jurídico: – Você quer nossa defesa de qual posição? Ingenuamente, eu imaginava a defesa ser a da “verdade” ou a da lei objetiva. Ele me ensinou: a leitura da lei é subjetiva, de acordo com a conveniência da causa abraçada...

## Pluralismo dos Economistas da FEA-USP

Adriano Laurenço é economista, mestre em Teoria Econômica pela FEA-USP e analista econômico sênior na Prospectiva Consultoria. Eduardo Rawet é economista pelo IE-UFRJ, mestre em Teoria Econômica pela FEA-USP e PhD. Student na American University. Ambos são coautores de artigo (Valor, 12/06/2020) intitulado "O falso risco fiscal do auxílio emergencial".

Criticam a predominância no Brasil, desde 2015, da percepção de "todo o debate econômico responsável deveria se voltar à busca de alternativas para a redução do gasto público. Enquanto o resto do mundo começou a discutir propostas de Renda Básica Universal, priorizamos o Teto de Gastos, a reforma da Previdência e as privatizações".

No entanto, essa hegemonia ideológica neoliberal "já deu"! As atuais restrições ao trabalho impactaram o debate econômico. De uma pauta secundária, a Renda Básica Universal passou a fazer parte imprescindível desse debate a partir da implementação urgente de uma versão rudimentar dessa política: o auxílio emergencial de R\$ 600. Impõe-se um debate urgente sobre a viabilidade fiscal da extensão desse benefício.

Infelizmente, o *fiscalismo* voltou a ter protagonismo no debate em torno da extensão do benefício. Seu principal porta-voz é o próprio Ministério da Economia. Assim como seu séquito neoliberal, argumenta ser inviável, do ponto de vista fiscal, estender ou tornar permanente o auxílio.

O argumento tem um revestimento orçamentário: "o auxílio emergencial já aprovado deve custar cerca de R\$ 130 bilhões ao Tesouro, em um contexto onde o déficit público primário deve passar dos R\$ 600 bilhões – o maior da história. Tornar o auxílio uma política permanente custaria ao Tesouro mais de R\$ 500 bilhões anuais e, possivelmente, levaria o déficit primário de 2020 para perto de R\$ 900 bilhões".

O *pavor dos fiscalistas* é o mantra: "não transformar gastos emergenciais em despesas obrigatórias".

Os coautores alegam, após cinco anos de hegemonia fiscalista e prioridade total do debate para a redução de gastos obrigatórios, ser natural haver a tendência de economistas malformados avaliar uma política pública priorizando apenas seu aspecto orçamentário. Apresentam, então, a *hipótese defendida por eles com muita pertinência*: “no caso do auxílio emergencial, essa visão não é apenas limitada, por ignorar os impactos sociais positivos da medida, mas leva a conclusões equivocadas, do próprio ponto de vista fiscal”.

O valor em reais do déficit ou da dívida pública, por si só, tem pouca importância a não ser para “engana-trouxa” ou quem é leigo e se impressiona com elevados valores nominais. “As variáveis relevantes de análise, para a sustentabilidade da dívida pública, são o patamar e, principalmente, a trajetória da razão dívida/PIB. Assim sendo, a avaliação adequada do impacto fiscal de certa medida não pode considerar apenas seu custo orçamentário inicial, mas também seus impactos sobre o PIB e a arrecadação tributária do governo”.

Com essa visão social-desenvolvimentista correta por ser dinâmica, isto é, variável ao longo do tempo, “as políticas capazes de aumentar o PIB em proporção similar à do aumento do déficit e a dívida pública podem ser consideradas *neutras*, do ponto de vista da solvência do Estado” (grifo meu).

Estão corretos em sua *análise macroeconômica dinâmica*. “Esse é exatamente o caso do auxílio emergencial de R\$ 600. Isso porque, quando há capacidade produtiva ociosa e desemprego, o oferecimento de recursos pelo governo não gera apenas efeitos redistributivos na economia, como gera renda adicional”.

Ao contrário de obter um equilíbrio contábil estático, no fim-de-ano, como pretendem os contabilistas-fiscalistas, os economistas bem-formados analisam a medida em termos dinâmicos: “a concessão dos R\$ 600 do auxílio emergencial não apenas reparte uma parte maior do PIB nacional para a população mais vulnerável, como faz o próprio PIB aumentar”.

Aí explicam sua argumentação do esperado ao longo do tempo futuro. “A taxa de aumento do PIB, para cada real gasto em uma dada política, é chamada seu ‘multiplicador’. Quanto maior o multiplicador de uma medida, portanto, menos problemático seu

impacto fiscal. Como teremos ao longo da próxima década uma dívida pública próxima dos 100% do PIB, políticas com multiplicador próximo de 1 serão, no mínimo, neutras do ponto de vista fiscal”.

Embora haja intenso debate teórico e empírico sobre o valor dos multiplicadores, dizem haver certo consenso a respeito de “quanto maior a focalização do gasto nos mais pobres, mais positivo é o impacto no PIB”.

Assim, com boa argumentação empírica, dizem: “embora os cálculos precisos do multiplicador do auxílio emergencial devam levar alguns anos, podemos ter uma ideia razoável desse valor comparando-o com outras medidas. Estima-se o multiplicador do Bolsa Família, por exemplo, ser 1,781. O da Previdência Social gira em torno de 0,52. Isso significa a cada real gasto com o Bolsa Família gerar R\$ 1,78 no PIB, enquanto o real gasto na Previdência gera só R\$ 0,52. Mais amplo e menos focalizado face ao Bolsa Família, e menos desigual se comparado ao regime previdenciário, o auxílio emergencial deve resultar em um multiplicador intermediário entre esses dois valores. Podemos esperar algo próximo do BPC (1,19), do seguro desemprego (1,06) e do abono salarial (1,06)”.

Continuam o raciocínio ao considerarem o auxílio emergencial ter um multiplicador igual a 1. Aí comparam dois cenários para a dívida pública ao final de 2020. Sem a extensão do auxílio, acham razoável supor a dívida terminar 2020 em R\$ 6,2 trilhões, com o PIB próximo de R\$ 6,9 trilhões.

A dívida terminaria 2020 em 90% do PIB. No cenário com a extensão do auxílio, devem ser adicionados cerca de R\$ 300 bilhões aos gastos do governo, mas parte disso (cerca de R\$ 90 bilhões) seria compensado com aumento da arrecadação de impostos.

Assim, a dívida pública alcançaria R\$ 6,41 trilhões. Entretanto, o PIB também aumentaria em R\$ 300 bilhões, alcançando R\$ 7,2 trilhões. Com isso, embora o resultado orçamentário da implementação do auxílio emergencial seja um aumento de R\$ 210 bilhões na dívida pública, seu resultado fiscal relevante é uma redução da razão dívida/PIB. Ela cairia para 89%.

Com essa didática argumentação empírica, os dois economistas demonstram “ser falso o argumento de a extensão do auxílio

emergencial representar um risco fiscal exorbitante. A medida é, na realidade, uma oportunidade histórica para o Brasil voltar a assumir uma posição de vanguarda global na implementação de políticas públicas, estruturando um projeto de Renda Básica Universal”.

Ressalvam: “para isso, contudo, é imprescindível evoluirmos do atual debate público simplista, focado nos custos orçamentários das medidas, para outro mais complexo, considerando os impactos sobre a distribuição de renda e o crescimento. Porque irresponsável de verdade é se esconder atrás de argumentos supostamente técnicos, para negar o acesso da população mais pobre e vulnerável do país a um mínimo de renda”.

Grande artigo! Didático... e econômica, social e politicamente correto!

### Propostas de Reforma Fiscal e Ameaças de Confisco de Riqueza

Está em debate na Câmara de Deputados, entre outras, a reforma tributária sugerida pela Proposta de Emenda à Constituição (PEC) 45/2019, elaborada pelo Centro de Cidadania Fiscal (CCiF). Em suas justificativas, identificou os efeitos diretos da mudança no regime de impostos no ambiente de negócios, custo do investimento e sobretudo na melhora da produtividade. Também é esperado o fim da guerra fiscal entre os Estados.

Ao aumentar a capacidade de crescimento da economia, a reforma baseada em proposta do CCiF contribuirá para o país ter mais recursos para bancar políticas públicas e também para garantir uma trajetória sustentável para a dívida pública. A aprovação da PEC 45, se ocorrer em 2020, teria efeitos indiretos em variáveis financeiras, como o risco-país. A melhora por este canal ocorreria com a percepção mais benigna dos investidores sobre a solvência das contas públicas.

Isso porque a proposta deve, além de unificar impostos, elevar a arrecadação de Estados e municípios. A expectativa é esses entes governamentais mais a União observem aumento anual substancial no recolhimento de impostos. O ganho é um subproduto do crescimento mais forte esperado se a proposta for aprovada.

Um dos diretores do CCI, Bernard Appy, ex-secretário-executivo e ex-secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda (2003-2008) diz (Valor, 19/06/2020) a reforma tributária ter ganhado urgência após a pandemia porque as medidas econômicas tomadas ampliaram o déficit público. Cresceu também o apelo para criação de uma renda mínima (RBU: Renda Básica Universal) para a população pobre, cujo custo fiscal ainda é desconhecido, mas certamente será elevado.

“No longo prazo, a melhor forma de financiar um programa de distribuição de renda é aumentar o crescimento potencial da economia. E a reforma tributária é com certeza a mudança institucional de maior impacto. É a diferença entre a solvência e a insolvência”, afirma Appy.

A PEC 45 propõe a substituição de cinco tributos atuais (PIS, COFINS, IPI, ICMS e ISS) por um único Imposto sobre Bens e Serviços (IBS), cobrado de forma não cumulativa e onde os produtos são consumidos (destino). A mudança afetaria cerca de metade da carga tributária brasileira. PIS, COFINS e o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) são tributos federais, enquanto o Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) é da esfera estadual, e o Imposto sobre Serviços (ISS), da municipal.

A proposta de reforma, se aprovada, melhora a qualidade do sistema tributário e também a qualidade do ambiente de negócios no Brasil. Acelerar o crescimento é uma opção melhor em lugar de financiar as despesas geradas pela crise com impostos transitórios.

Os “Zé Regrinhas” adoram a ideia de *confiscar dinheiro dos outros*, supostamente para resolver os problemas sistêmicos, mesmo sendo esses cíclicos, conjunturais ou transitórios. Contra o direito constitucional à propriedade privada, acham a aprovação de uma lei por bancadas fisiológicas dar poder de apropriação legal para o Estado, na verdade, o governo de plantão, de parte dos bens e direitos de quem seria culpado ou acusado de um crime social: “ter enriquecido”.

Em princípio, a polícia faz *operação de confisco* a bens roubados. Há embargo ou captura de propriedade de quem infringe algum tipo de lei vigente na época de seu enriquecimento. “Zé

Regrinhas” já falam em ser preciso aumentar fortemente a carga tributária para fazer frente aos custos da pandemia, desconsiderando a oportunidade de financiamento monetário do déficit fiscal.

O correto é o *financiamento fiscal se fazer, no longo prazo, com crescimento* – e “não puxar cobertor curto, para descobrir a cabeça e cobrir os pés”. Com a perda de riqueza recente, seja pelo *crash* de março, seja pela depreciação da moeda nacional, sacrificar a ricos se arrisca a ser “*once for all*” ou “de uma vez por todas”. Por provocar fuga de capitais, empobrecerá ainda mais a economia brasileira.

Simplificando o sistema tributário, o país teria condições de crescer a taxas mais altas. Aumentaria a arrecadação e a capacidade do Estado de financiar programas sociais. A aceleração do crescimento prevista seria gradual, assim como a reforma tributária prevista pelo texto, cujo período de transição é de dez anos para consumidores e empresas e de cinquenta anos para os entes federados. Provavelmente, isso será alterado por conta de ½ século ser mudança para futuras gerações – ou visto como adiamento da solução de problemas atuais.

A unificação dos cinco impostos visaria acabar com a guerra fiscal entre os Estados, ou seja, eliminar a diferença nas alíquotas de ICMS fixadas com objetivo de atrair investimento. A guerra fiscal prejudica a produtividade brasileira por conta da realocação geográfica artificial.

Cerca de 6,6% do preço final dos bens investidos corresponde a tributos. É uma carga baixa, mas a PEC desonera totalmente o investimento. Se ele aumenta, cai a obsolescência do estoque de capital e o Brasil fica mais produtivo.

Há um raro consenso entre os governadores das 27 unidades federativas em favor dessa reforma tributária. Os Estados apoiam porque a PEC tem um *design* jurídico atrativo. Os municípios também se beneficiarão porque a economia está crescendo pelo meio digital e esse crescimento não está sendo alcançado pelos impostos da esfera municipal.

As discordâncias existentes sobre a PEC 45 veem dos grandes municípios com alta receita de ISS e de setores da economia relacionados a serviços. Mesmo se alguns setores e entes perderem



de imediato, relativamente ao arrecadado e pago atualmente, com a reforma tributária, em valores absolutos (massa de arrecadação e lucros) todos vão ganhar no longo prazo com um crescimento sustentado da economia brasileira.

Os diretores do Centro de Cidadania Fiscal (CCiF) avaliam haver caminhos para aumentar a arrecadação fiscal sem a necessidade de se recorrer a um *imposto sobre transações financeiras*, mas é importante tomar cuidado para não gerar distorções no processo dinâmico sistêmico. “Não faz sentido aumentar ainda mais a tributação da renda do empregado formal e não corrigir a distorção na tributação da renda do trabalho de sócios de empresas dos regimes simplificados”, diz o economista Bernard Appy (Valor, 19/06/2020).

O corte dos benefícios no Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF) pode render cerca de R\$ 50 bilhões por ano, segundo estimativa do governo. Eliminará benefícios como as deduções de educação e saúde, mas teria o risco de elevação da sonegação dessas áreas sem os contribuintes terem incentivos para solicitar recibos pelos pagamentos das prestações desses serviços.

Os “Zé Regrinhas” deveriam, quando propõem novas regras confiscatórias, verificar se há viabilidade política de aprovação delas. Seria possível um aumento de arrecadação a depender de como for reduzido o espaço para subtributação da renda do trabalho dos sócios de empresas em regimes simplificados como o do lucro presumido e o do Simples.

O problema social é verificar como a nova geração de “pejotizados” sem direitos trabalhistas reagiriam à mudança. Afinal, eles têm de investir em Plano de Saúde e Previdência Complementar por conta própria. Têm consequências sobre as perspectivas de aposentadoria dos novos profissionais reduzir a tributação do empregado em troca de elevar a tributação dos Pessoa Jurídica.

A alíquota marginal efetiva incidente sobre a renda de um empregado do setor formal acima do teto do INSS de R\$ 6,1 mil é um valor muito alto, pelo menos 42,6%. Enquanto isso, a alíquota marginal incidente sobre o rendimento de um profissional liberal de

uma microempresa (CNPJ em lugar de CPF), optante pelo lucro presumido, com ganhos de R\$ 40 mil por mês, é de apenas 10%.

É ilusória a ideia de o ajuste dessas alíquotas ser suficiente para financiar o crescente déficit público. A correção dessas distorções pode apresentar alguma receita, mas não resolve o problema. Para sua resolução é necessária *a retomada do crescimento econômico sustentado*.

Da mesma forma, elevar a cobrança sobre heranças e doações tem alcance limitado. Não é suficiente para pagar um programa de renda mínima cujo custo pode chegar a R\$ 400 bilhões ao ano.

A volta de um imposto sobre transações financeiras, nos moldes da antiga CPMF, é uma das propostas estúpidas, defendidas pelo ministro da Economia, como fonte de recursos para desonerar a folha de pagamentos. Os diretores do CCiF criticam a possibilidade de volta do tributo, pelos problemas e pelas ineficiências causados na economia.

Existe sim espaço para aumentar a arrecadação fiscal, racionalizando o sistema tributário brasileiro. Mas a CPMF aumenta a arrecadação, piorando-o.

Segundo reportagem de Adriana Cotias (Valor, 02/07/2020), há no Congresso mais de 30 projetos de lei para alterar regras tributárias de modo a confiscar diretamente das famílias mais endinheiradas. A avaliação de especialistas em planejamento patrimonial e direito tributário é, diante da necessidade do governo de recompor suas receitas, após gastos fiscais extraordinários com a covid- 19, não tardará para os planos de reforço da arrecadação, mesmo com a economia paralisada em Grande Depressão deflacionária, tentarem ser aprovados.

A lista inclui a tributação de lucros e dividendos (5 projetos), de fundos fechados (4), empréstimo compulsório (5), imposto sobre grandes fortunas (15), além do Imposto sobre a Transmissão Causa Mortis e Doação (ITCMD), com outras cinco propostas, sendo duas na Assembleia Legislativa de São Paulo. Uma delas prevê a instituição do imposto sobre a transferência em planos de Previdência Complementar (VGBL/PGBL), retirando um dos principais atrativos da modalidade.

Essas discussões ameaçadoras de confisco já provocaram uma aceleração de processos de *doações em vida com reserva de usufruto*. Ocorrem quando há a transferência patrimonial para os herdeiros, mas o detentor original dos bens mantém o direito de administrá-los e se beneficiar dele.

O planejamento tributário tornou-se necessário porque o cenário tributário para as famílias de alta renda e grande patrimônio financeiro e/ou imobiliário pode mudar significativamente, não só pelo receio de descontinuidade da vida devido à pandemia.

Há propostas para a federalização do ITCMD e, na Assembleia Legislativa de São Paulo (ALESP), projeto para elevação da alíquota, dos atuais 4% até chegar, progressivamente, a 8%, dependendo do patrimônio. No Brasil, a cobrança do ITCMD é relativamente baixa se comparada à média da América Latina de 20%.

Mas países com taxas extremamente altas têm uma faixa de isenção mais elevada, não ameaçando o capital acumulado por renda do trabalho intelectual. Enquanto em São Paulo, a transferência de até R\$ 69 mil fica sem cobrança, nos Estados Unidos, com alíquotas de 50% a 55%, dependendo do Estado, a isenção alcança US\$ 5,5 milhões.

Por trás do imposto sobre doações ou no inventário está a lógica de redistribuir a riqueza para não perpetuá-la nas mãos de famílias bilionárias. Mas, com os fluxos de capital mais livres após os programas de regularização de ativos no exterior, os donos das grandes fortunas não têm muita dificuldade de atravessar fronteiras e buscar condições mais favoráveis para administrar sua riqueza. A decisão passa por avaliações como o nível de risco do país, a rentabilidade esperada e os impostos a pagar.

Com cidadania russa desde 2013, o ator francês Gérard Depardieu foge de taxas de seu país. Em sua primeira declaração de imposto de renda na Rússia pagou taxa de 6%, porque se registrou como autônomo. O presidente russo, Vladimir Putin, concedeu a nacionalidade russa ao ator em 2013 após uma polêmica na França pela decisão de Depardieu de morar na Bélgica por razões fiscais e para protestar contra um projeto do presidente socialista, François Hollande, de taxar em 75% as grandes fortunas.

Entre outros casos notórios do chamado “efeito Depardieu”, o brasileiro Eduardo Saverin, co-fundador do Facebook, depois de a empresa listar suas ações na Nasdaq, em 2009, resolveu se mudar e fazer novos investimentos a partir de Singapura, renunciando à cidadania americana. Na ocasião o jovem bilionário negou ter razões tributárias. Segundo a “Forbes”, sua fortuna era estimada em US\$ 10 bilhões em 2019 e ele teria evitado impostos da ordem de US\$ 39 milhões por ano com o novo domicílio fiscal.

No Brasil, há até projeto de imposto na transferência do VGBL, equiparando-o a outras aplicações financeiras. Provocaria alterações profundas na Previdência Complementar.

Há decisão no Supremo Tribunal de Justiça (STJ) com entendimento de VGBL/PGBL ser um seguro. Portanto, segundo o Código Civil, não entra no inventário.

Seria mais um fator a pesar contra a poupança financeira em longo prazo. O benefício fiscal é o argumento para atrair investidores.

Da mesma forma, o Imposto sobre Grandes Fortunas (IGF) seria uma medida confiscatória com efeitos fiscais limitados e econômicos danosos. A experiência internacional prova ser um tipo de imposto pouco arrecadatário, porque atinge a camada da população com maior mobilidade espacial. Levantamento da OCDE mostra, em 1990, 12 países adotavam a cobrança do IGF aos ultramilionários, mas no começo de 2019 restavam apenas três.

A crítica aos projetos locais é excluírem muito pouco da base de cálculo. Isso pode fazer as famílias com patrimônio elevado, mas boa parte dele formado por participações societárias e investimentos de capital de risco, além de ativos imobiliários, terem baixa disponibilidade de caixa. As alíquotas anuais em ambiente de taxa de juros baixa e remuneração real negativa, dependendo da taxa de inflação, acabam sendo apenas incentivo para mandarem dinheiro para fora do país e mudar o domicílio fiscal. Tem efeito inclusive na depreciação da moeda nacional.

Há projeto de cobrança de imposto sobre fortunas também de empresas no exterior com patrimônio no Brasil, o que poderia prejudicar, inclusive, os investimentos diretos. Quando se fala de grandes fortunas, parte do patrimônio da família pode ser

empresarial, parte é investimento em mercado de capitais, e outra parcela está em bens, como casa, carro, avião. Com um IGF sobre toda essa riqueza estará se cobrando sobre imobilizado, além de um limite para o qual a família não teria disponibilidade de caixa, obrigando-a a vender bens para pagar impostos.

A tributação das grandes fortunas é um debate intermitente, desde a época de Fernando Henrique Cardoso na presidência (1995/2002). A América Latina tem um histórico ruim de afugentar dinheiro, seja para a economia subterrânea, seja para o exterior.

Na Argentina, por exemplo, quando esse tema entrou em debate público, as fortunas já não estavam no país, e sim no Uruguai, dadas as incertezas micro e macroeconômicas. O Brasil, na região, é uma das economias onde os investidores concentram mais recursos, domesticamente, por conta de antes a correção monetária e depois o juro disparatado ter representado uma trava contra a dolarização. A ameaça do IGF pode ser mais um incentivo para a internacionalização dos milionários brasileiros em conjuntura de péssimas perspectivas macroeconômicas.

Um projeto com chances de avançar prevê mudanças nos fundos usados pelas famílias mais ricas para diferimento fiscal. Entre as alterações previstas está estender o “come-cotas”, o imposto semestral incidente em fundos de renda fixa e multimercados, para os fechados e restritos, chamados “exclusivos” do *Private Banking*. Na estrutura atual, o investidor só paga o imposto quando efetivamente saca os recursos. Um texto proposto pelo senador José Serra, em 2018, ainda equipararia os fundos de participações (FIP) não considerados “entidades de investimentos” a uma pessoa jurídica.

Um dos dilemas é a cobrança retroativa. Para o FIP familiar seria criado um primeiro fato gerador “fictício” de 15% sobre os ganhos de capital acumulados, ou seja, tributando o passado. O come-cotas seria uma cobrança não feita anteriormente, também com um efeito retroativo. Sem isso perde-se o apelo para a arrecadação.

Na medida provisória proposta para tornar permanente o 13º salário para beneficiários do Bolsa Família, a tributação dos fundos

fechados ou exclusivos foi colocada como a fonte de receita para a medida.

A tributação de lucros e dividendos tende a ser aprovada, mas o lado mais técnico da equipe econômica deve solicitar uma elevação gradativa da alíquota, começando, por exemplo, em 3% até chegar em desconto de 15% na fonte em alguns anos.

A ideia inicial era ter uma contrapartida para tributar menos o lucro corporativo, em contrapartida ao feito nos Estados Unidos. Seria uma maneira de estimular o capital permanecer mais tempo no país, fazer as empresas demorarem mais para distribuir lucros e usá-los em autofinanciamento de investimentos. Atualmente, tem projeto sobre dividendos tramitando independentemente de qualquer redução da alíquota corporativa.

Do ponto de vista político, o rancor social com a desigualdade torna não tão difícil aprovar medidas populistas. Afinal de contas, imagina-se, a tributação estará mexendo apenas com a camada de mais alta riqueza da população, ela terá condições de arcar com os custos, não terá impacto no público geral.

Lego engano esse olhar a partir do próprio interesse individualista sem a visão holista dos maus efeitos macros sistêmicos. É uma sociedade competitiva e antagônica, mas onde todos dependem de cooperação mútua, em suas atividades, por conta da divisão de trabalhos complementares. O investimento do capital acumulado, em produção de ativos novos, gera renda e emprego para trabalhadores.

## Debate entre Financistas sobre Atual Conjuntura

Alex Ribeiro e Adriana Cotias (Valor, 17/07/2020) escreveram reportagem sobre as recentes alterações nas seleções de carteiras de ativos por investidores. Com base nas evidências empíricas apresentadas, podemos tecer os comentários finais das consequências da política monetária e fiscal em curto prazo sobre a riqueza financeira nessa difícil conjuntura econômica de crise sistêmica.

A queda do juro básico de referência foi de 12 pontos percentuais de 14,25% aa em setembro de 2016 para 2,25% aa, no fim do primeiro semestre de 2020. A taxa de juro real negativa está provocando resgates de recursos de fundos de renda fixa, ampliação das captações líquidas em depósitos de poupança e depósitos a prazo, além da fuga de investimentos para o exterior.

Esse rearranjo nas carteiras dos investidores tem potenciais efeitos negativos sobre a estabilidade financeira. Podem representar um limite para a zeragem da taxa Selic, caso seja necessário ampliar ainda mais o barateamento dos encargos da dívida pública mobiliária e estimular a alta de preços contra o processo deflacionário.

*Deflação é situação pior se comparada à da inflação.* Com ela, os consumidores estão sempre adiando as compras à espera de menores preços. Os formadores de preços reagem, cortando o número de empregados, para baratear seus produtos e ficarem competitivos. Com menor massa de rendimentos, cai ainda mais a demanda agregada e agrava o processo denominado Grande Depressão deflacionária.

A migração de recursos de fundos de renda fixa para a caderneta de poupança pode criar problema para o carregamento de títulos de dívida pública. Os fundos de renda fixa registraram resgate líquido de R\$ 95 bilhões no primeiro semestre de 2020, pouco (1,72%) em relação ao seu enorme patrimônio.

A queda de juros tornou esse tipo de investimento em renda fixa menos atraente, considerando seus rendimentos estarem sujeitos ao desconto de imposto de renda e haver cobrança de taxa de administração por gestores de recursos. Muitos investidores migraram para ativos de maior risco, como ações, em busca de maiores retornos.

Paralelamente, os depósitos em caderneta superaram os saques em R\$ 84,4 bilhões no primeiro semestre, por conta do *crash* de março no mercado de ações e *marcação-a-mercado* no mercado de títulos de dívida direta (debêntures) das grandes corporações. Houve busca por segurança com maior reserva financeira em função das más expectativas econômicas diante da crise do coronavírus. Parte dos depósitos de poupança deve ter sido pelo incremento da renda

popular, provocado pelo pagamento de renda emergencial pelo governo.

O aumento de captação na caderneta de poupança foi inesperado para a Autoridade Monetária. A expectativa dela era de uma fuga geral de recursos para o mercado de risco.

O problema surgido é devido à exigibilidade da regra de 65% de sua captação ser dirigida para o crédito imobiliário. Os bancos privados, diferentemente da Caixa Econômica Federal, rejeitam atender à demanda perene de pessoas de baixa renda por financiamento habitacional. Argumentam ter aversão ao risco de descasamento de prazos, no balanço, ao captarem depósitos de poupança resgatáveis a qualquer momento para fazer financiamentos habitacionais em longo prazo.

Há enorme aumento do endividamento público e os juros pagos estão muito baixos. Um temor dos financistas é os investidores gradativamente recusarem a financiar essa maior dívida pública ao fugirem da renda fixa.

O pior risco é o direcionamento dos fluxos de capital para fora do país. Os investimentos em carteira feitos por brasileiros no exterior somaram US\$ 4,07 bilhões de janeiro a maio, enquanto os estrangeiros retiraram do Brasil US\$ 31,448 bilhões em investimentos em carteira.

A movimentação dos capitais estrangeiros pressionou para a elevação da taxa de câmbio e afetou o balanço de empresas brasileiras com dívidas em dólares. A cotação da moeda americana chegou a ficar próxima de R\$ 6,00, depreciando a moeda nacional em 50% no ano.

Depois, devido à depreciação da moeda norte-americana no mercado mundial, dado a "zeragem da taxa de juro" nos Estados Unidos, o real recuou a valores mais baixos. Mas, no ano corrente, foi a moeda com a maior depreciação na economia mundial!

O Banco Central do Brasil tem dois objetivos ao decidir por baixas de juros: de um lado, cumprir as metas de inflação (elevação no caso atual) e, de outro, manter a estabilidade financeira (segurança do sistema bancário). Devido aos riscos provocados por



fluxos financeiros em fuga do carregamento da dívida pública, o BCB pode monetizar abaixo do necessário para apoiar o endividamento público a juro zero – e provocar *inflação em lugar da deflação*, caso volte a plena utilização da capacidade produtiva.

Financista sugere o BCB resolver o problema usando instrumentos diferentes para objetivos diferentes. Exigências macro prudenciais podem lidar com a questão da estabilidade financeira via maior capitalização e desalavancagem financeira. Porém, agravam a perspectiva de retomada do crescimento pela via do crédito bancário.

Outro exemplo de política macro prudencial, contra a ideologia do livre-mercado, seria a fixação de percentuais mínimos obrigatórios para os fundos direcionar de seu patrimônio para títulos públicos. Também pode haver a flexibilização dos requerimentos de investir 65% dos recursos captados em depósitos de poupança em financiamento habitacional.

Outros da casta dos mercadores-financistas continuam apologetas da *autorregulação do mercado*, argumentando não ser necessário o Banco Central estar muito preocupado com a migração de recursos entre modalidades de investimento. O Mercado como um deus conduz melhor o sistema financeiro nacional.

Essa movimentação de fluxos seria uma consequência normal do mecanismo da transmissão da política monetária. Haveria aspectos positivos na pressão sobre a indústria de fundos: os bancos administradores de recursos de terceiros terão de baixar as taxas de administração para permanecer competitivos em relação aos depósitos de poupança. Não percebem os grandes bancos estarem incentivando a migração para depósitos a prazos com remuneração de 100% do baixíssimo CDI para elevar o *spread* do estoque de crédito concedido com taxa de juro prefixada no passado.

Os financistas idólatras de O Mercado nunca consideram qualquer movimentação de capitais como um problema. Menosprezam um aprofundamento da migração de recursos das aplicações com juros mais baixos: “o novo normal”. Para eles, os Bancos Centrais baixaram os juros justamente para forçar os investidores PF a tomarem riscos. Esse é um dos canais de transmissão da política monetária, argumenta quem acha a

*transformação da economia de endividamento público em economia de mercado de capitais* ser um destino para o Brasil.

Quem carregava títulos públicos necessita agora tomar mais riscos para ser melhor remunerado, em ações, imóveis, *venture capital*. Isso, afinal, faz parte da solução natural para os mercadores-financistas. Desconsideram o problema governamental.

Desconhecendo a Armadilha da Liquidez, entendem a política de corte de juros ser uma condição necessária, embora insuficiente para reativar o crescimento. Formados em manuais norte-americanos, acham não haver um limite em juro para impedir a saída de capitais, pois há outros fatores pesando na fuga de recursos do Brasil, como os ruídos políticos e a desgastada imagem do atual (des)governo do país aos olhos do investidor estrangeiro.

Para o investidor local, tirar recursos do Brasil é simplesmente uma forma de melhorar a rentabilidade. Mas não há a experiência histórica de o brasileiro de classe média enviar dinheiro para fora como se vê em outros países vizinhos: Argentina ou Venezuela.

O câmbio é um refém retórico para os mercadores acusarem o *risco fiscal* de provocar *risco cambial*. É a forma de ameaçar o Tesouro Nacional como fosse possível sua insolvência em moeda soberana.

Prognosticam, nos próximos 18 meses, nas alocações em curto prazo, o investidor receber mesmo juros negativos. A saída única para ele é alongar a carteira e diversificar riscos em classes de ativos com movimentos compensatórios. Evidentemente, parte do dinheiro reservado para investimentos pode ir para o consumo e parte para ativos reais, como imóveis. Por que não provocar mais uma bolha?

Para um economista de uma gestora ligada a um grande banco, o Banco Central do Brasil não deveria se preocupar em manter dinheiro nos fundos de renda fixa face ao novo equilíbrio exigido por taxas de juros mais baixas. É natural o investidor buscar maior rentabilidade em bolsa, fundos multimercado ou investimentos alternativos. Para evitar o descasamento de prazos entre depósitos de poupança e crédito imobiliário, afirma o cara-de-pau, "o governo poderia permitir os bancos dirigirem os recursos captados em

cadernetas para os mesmos ativos onde investem os fundos de renda fixa”.

Há, contudo, financista “keynesiano” preocupado com os riscos em uma política de juro ainda mais baixo. Não há um piso, pode-se colocar o juro em zero, mas ele não causará crescimento econômico.

A Selic em 2,25%, e com chance de cair mais, é reflexo de uma *atividade sem tração*. Além do risco de inadimplência pela interrupção dos fluxos de caixa a receber dos clientes, os bancos não têm demanda para emprestar a novos projetos de investimento, inexistentes com a enorme capacidade produtiva ociosa.

Para compensar as perdas de receita com operações de crédito, os bancos estão privilegiando operações estruturadas de mercado de capitais. Ganham comissões nos lançamentos primários de debêntures – e as mantêm em suas carteiras de títulos no lugar de títulos de dívida pública e da carteira de crédito. Ajudam, dessa forma, a inflacionar os preços de ativos existentes no mercado de capitais, fomentando bolhas, sem isso estimular a criação de ativos novos para a economia real.

O fato de a bolsa de valores estar voltando aos preços de ativos observados antes da pandemia, em um cenário de atividade contracionista – e péssimos fundamentos micro e macroeconômicos –, é uma característica típica de bolha em mercado de ações. Não tem motivo econômico, para entrar na bolsa de valores, a não ser a especulação inspirada pela “sorte do iniciante”, quando ele entra em fase altista e fomenta a profecia autorrealizável.

O novo ambiente de juros impõe mudanças na estratégia de *funding* dos bancos. O CDB está com o status de “porto-seguro” nacional para o investidor. Apresentará uma diversidade maior de prazos, pagará mais e poderá ceder algum espaço a outras fontes de recursos caso o Banco Central obrigue recolhimento compulsório sobre esse “dinheiro-comprado”.

O volume total das captações bancárias permanece estável, apesar da Selic na mínima histórica impelir os aplicadores a tomar mais risco. A composição desse *funding*, porém, tende a ser um pouco diferente com o avanço de papéis mais longos, como Letras

Financeiras, e a necessidade de inovação financeira na área de gestão de recursos.

A partir do segundo semestre de 2019, com a inércia da equipe econômica neoliberal e a baixa da Selic pelo COPOM, avançou mais fortemente a remuneração dos depósitos bancários. Atinge a taxa de 100% do CDI em grandes bancos por ela estar em nível nominal muito baixo e real negativo.

Em passado não tão longínquo, a remuneração oferecida pelas maiores instituições financeiras tipicamente ficava abaixo do CDI. Hoje, depósitos a prazo empatam com o referencial do mercado.

Alguns financistas criticam, desde antes da crise do coronavírus, um "exagero" do Banco Central no corte das taxas de juros. Nessa visão keynesiana, tem pouco efeito prático sobre a economia real e prejudica as captações bancárias tradicionais.

A mudança na forma de atuação da Autoridade Monetária no mercado de câmbio, passando a vender dólares à vista das reservas internacionais em vez de oferecer *swaps*, também contribuiu para estreitar o mercado local de renda fixa. É um fator contracionista da base monetária.

O movimento de subida das taxas em percentuais de CDI está começando a arrefecer. O mercado de captação já passou por um ajuste de preços relativos.

Como os bancos estão, em geral, com bastante caixa e liquidez, não faz sentido para a maioria deles oferecer taxas percentuais muito mais altas face às atuais. Caso contrário, os *spreads* se apertariam de modo a novas concessões de crédito deixarem de fazer sentido.

O que as instituições financeiras têm visto é uma demanda crescente dos aplicadores por títulos de prazos mais longos e novas formas de apresentar os preços dos CDBs. Se hoje a praxe é "tanto por cento do CDI", investidores com maior volume de negócio já buscam papéis com CDI mais um *spread* ou apenas um percentual, tal como as debêntures são remuneradas.

A Selic atual está muito baixa no curto prazo, mas a curva é mais inclinada à frente, isto é, as taxas de juros de longo prazo estão

mais altas. Por isso, grandes investidores querem aplicar em CDB 100% CDI, mas com prazo mais longo de três anos, porque esperam a taxa de juro básica subir nesse futuro.

A aposta de “bancos grandes demais para quebrar” é a de o CDB continuar a ocupar espaço no portfólio dos investidores com apelo de solidez e baixo risco. A crise do coronavírus corrobora essa visão. Quando o risco disparou, as captações também deram um salto. O estoque de depósitos bancários somava R\$ 1,267 trilhão no dia 26 de junho de 2020, um aumento de 52% em relação a meados do ano passado.

Desafio maior está em melhorar a oferta de produtos de investimentos diversificados aos clientes dos bancos. A chave para enfrentar a pressão das corretoras é oferecer uma boa curadoria aos clientes com especialistas em investimentos.

As instituições financeiras tradicionais vão continuar atraindo clientes, mas terão de diversificar a oferta e será fundamental assessorar esses investidores. Não haverá dificuldade de captar recursos de terceiros, mas vai mudar o portfólio dos clientes.

Será inevitável os investidores tomarem mais risco em lugar dos produtos tradicionais. Os fundos continuarão a ser os veículos mais utilizados com suas diversas alternativas de ativos. Esses mesmos fundos são aplicadores em papéis de bancos e debêntures, para ter um mix equilibrado, muitas vezes sob desconhecimento dos clientes.

Por outro lado, a expectativa é haver mais liberação de compulsórios, beneficiando tanto a liquidez quanto a oferta de crédito. Reduzir o recolhimento obrigatório está na agenda do BC para modernizar o sistema financeiro. Em março, durante o *crash*, no início da pandemia, a Autoridade Monetária já fez um movimento nesse sentido com foco, sobretudo, na liquidez do mercado naquele momento.

O arsenal apresentado pelo Banco Central do Brasil para o combate ao impacto da pandemia foi eficaz, mas é fora-do-normal. As iniciativas particulares terão de voltar. Os bancos já fizeram, nos últimos anos, o trabalho de diversificar suas fontes de captação para carregamento de debêntures. Apesar da Selic a 2,25% ao ano, a

pandemia demonstra a importância de reservar uma parte da carteira para ativos mais seguros em renda fixa.

Alex Ribeiro (Valor, 17/07/2020) entrevistou o economista Mario Torós, ex-diretor do Banco Central durante a crise de 2008. Ele diz a migração de recursos entre diferentes modalidades de investimento, causando uma *inflação de ativos*, ser um dos elos da corrente usada por Bancos Centrais em todo o mundo para estimular as suas economias.

Uma parte da poupança financeira vai se mexer. No Brasil, o portfólio, em geral, está muito concentrado em títulos públicos. O efeito do juro baixo é preparar a economia para o futuro ciclo de nova alavancagem financeira visando aumento da rentabilidade patrimonial.

O objetivo dos Bancos Centrais, não só o do Brasil, mas também de outros, é criar uma *reflação*. Essa elevação de preços, em geral, começa com ativos, depois se transfere para o lado da economia real e, em algum momento, provoca *inflação de bens e serviços*. Esse último elo da corrente está muito frágil com o predomínio de uma ameaça de *deflação*, devido à Grande Depressão.

Na crise de 2008, houve a transmissão da inflação para ativos e depois para a atividade econômica, porém, ela não se transmitiu para a *inflação corrente*. Houve uma "japonização" do mundo globalizado com a economia rastejante por conta de preferência pela poupança.

Com o novo *choque deflacionário*, a atuação dos Bancos Centrais foi aplicar uma *anestesia monetária*. A *ação fiscal*, de fato, visou engatar os elos rompidos da corrente de fluxos de caixa a receber e a pagar.

A inflação de ativos existentes está ocorrendo, mas ela se transfere para a atividade ainda de forma incompleta. As quedas da atividade estão sendo menos pronunciadas face à catástrofe esperada. Na "visão otimista de copo meio-cheio", os dados em todas economias estão menos ruins em relação ao esperado.

A terceira fase é a *passagem para a inflação de bens e serviços*. Aí não se sabe quando voltará. O afrouxamento monetário está apenas evitando uma queda muito grande no nível geral dos preços.

No Brasil, o efeito não é diferente. Obviamente, ele está mais atrás com a moeda mais depreciada do mundo, porque a situação fiscal já era desastrosa com a estagnação econômica.

Ocorre uma certa *reflação* de ativos, a atividade econômica parece estar caindo menos do imaginado, principalmente por causa da política fiscal assistencial. Mas a sustentabilidade disso, para Torós, se dá por uma *inflação de ativos*.

Ela ocorre por muitos investidores irem para a bolsa de valores, em algum momento chegarem ao mercado de imóveis, até voltarem a tomar crédito. É um processo de fuga de recursos para ativos de risco.

Os efeitos da política monetária frouxa estão sendo sentidos. Contrabalançando, tem vários aspectos, como o aumento da poupança precaucional. O efeito do juro baixo é reforçar a economia pessoal com corte de gastos em consumo, para a recomposição patrimonial, dentro do planejamento financeiro da aposentadoria dos trabalhadores de alta renda.

Se a Autoridade Monetária, de fato, conseguir manter uma taxa real de 2% ou 3%, de 5% a 8% nominal, será capaz, ao longo do tempo, de desmontar toda a parafernália criada ao longo de décadas para carregamento de títulos de dívida pública. Nada mais é senão o entulho inflacionário de quando se oferecia correção monetária.

Para os financistas neoliberais, não é necessário direcionamento imobiliário para depósitos de poupança, financiamento do BNDES, a não ser para a parte social e para alguns projetos com financiamento em longo prazo. Mas isso apenas se a baixa taxa de juros for mesmo sustentável, porque têm dúvida sobre isso por causa da questão fiscal.

A saída de dinheiro da renda fixa não causa problema no financiamento da dívida pública. De fato, os investidores estão saindo do *money Market* porque teve fundo DI pós-fixado em curto prazo, neste ano, com cota negativa!

Investidores, para evitar pagar taxa de administração, aplicaram em crédito privado. Sofreram MtM. Isso não tem nada a ver com recusa a financiar a dívida pública. O dinheiro está saindo

para outros instrumentos, mas a informação disponível é o Tesouro estar conseguindo se financiar com tranquilidade com bancos, fundos de pensão e fundos de investimento.

Porém, o Tesouro Nacional tem uma necessidade de financiamento brutal, em função dos gastos sociais. Aí, de fato, se não conseguir mais se financiar no mercado, terá de apelar para a moeda emitida pelo Banco Central.

Mas Torós tem “zero de preocupação” com financiamento da dívida pública, com o dinheiro saindo do *money market*. Vai entrar em multimercado, onde aplicam em fundo com títulos de dívida pública de cinco anos. Outros investidores mais conservadores colocaram dinheiro no CDB, enquanto mais ariscos buscaram aplicar em ativos de risco.

O Banco Central está baixando os juros, mas sendo cauteloso. O problema de financiamento da dívida pública poderá surgir se o governo continuar com o orçamento fiscal descontrolado. Se tiver, além do “orçamento de guerra” deste ano, um “orçamento de pós-guerra” no próximo ano e ainda outro para pretender a reeleição, haverá muito risco fiscal e daí cambial. Surpreendentemente, O Mercado não está tão preocupado, desde já, talvez porque o aumento de gasto fiscal acontece no mundo todo.



## Capítulo 5 - Estratégia para Retomada do Crescimento Sistêmico

### Introdução: Contexto Internacional do Sistema Capitalista

Martin Wolf (*Financial Times* de Londres, 07/07/2020) argumenta: a democracia fracassará se não agirmos como cidadãos. É preciso a reação à covid-19 resultar no *fortalecimento da classe média*. Sem isso, a democracia no Ocidente fracassará.

Nas democracias liberais ocidentais, a Era Pós-Segunda Guerra Mundial pode ser dividida em dois subperíodos.

- O primeiro, de cerca de 1945 a 1970, foi a Era da Socialdemocracia ou, como os americanos poderiam dizer, do *Consenso do New Deal*.
- O segundo, iniciado por volta de 1980, foi a Era de Mercado Livre Global, ou o do “consenso Thatcher-Reagan” (ou ainda *Consenso de Washington*).

Entre esses dois períodos houve um intervalo, a alta inflação dos anos 70 – no Brasil prolongado até 1994. Agora, estamos vivendo *outro interregno*, iniciado com a crise financeira mundial de 2008.

Esta crise abalou a *ideologia do livre mercado*. Mas, no mundo ocidental, foram levadas a cabo tentativas para restaurar o antigo regime, por meio do socorro ao sistema financeiro, de uma regulamentação financeira mais rigorosa e de maior austeridade fiscal.

Dentro dessa tentativa de restauração do neoliberalismo, veio a ascensão do *nacionalismo populista*. Com seu protecionismo e bilateralismo, a promessa de preservar a segurança social e a ênfase inicial (depois esquecida) de reconstruir a infraestrutura, Donald Trump tornou-se líder de seu partido porque não era um republicano tradicional, defensor do livre mercado. Boris Johnson, com seu compromisso de nivelar as regiões mais pobres às mais ricas e referências favoráveis ao “*New Deal*” de Franklin Delano Roosevelt,

também indicou um novo rumo. Esses líderes enterraram Ronald Reagan e Margareth Thatcher.

O coronavírus também provocou um retorno da atuação do Estado superior ao ocorrido na crise financeira. Isso pode marcar o fim do segundo período de transição do pós-guerra.

Em torno a qual ideia poderiam girar agora a política, a sociedade e a economia? A resposta deveria ser “cidadania”.

Na democracia, as pessoas não são apenas consumidores, trabalhadores, donos de empresas, poupadores ou investidores. Somos *cidadãos*. Esse é o laço capaz de nos unir em um esforço compartilhado ou cooperativo.

No mundo de hoje, ainda segundo Wolf, a *cidadania* referente a direitos e deveres precisa de três aspectos:

1. lealdade às instituições democráticas legais e políticas e aos valores do debate aberto e da tolerância mútua, sustentáculos do liberalismo clássico;
2. a preocupação com a capacidade de todos os cidadãos levarem uma vida plena; e
3. o desejo de criar uma economia capaz de oferecer prosperidade dos cidadãos e de suas instituições.

Interessante notar a descoberta a posteriori da coincidência de raciocínio entre Wolf e a *hipótese-chave* deste livro: a diminuição da desigualdade entre os extremos sociais levaria ao *aumento da classe média de renda e riqueza*. “Uma condição necessária para a estabilidade de qualquer democracia constitucional é uma classe média próspera (com o que se quer referir às pessoas na média da distribuição de renda). *Em sua ausência, o Estado corre o risco de se tornar uma plutocracia, uma demagogia ou uma tirania.*”

O arranjo socialdemocrata do pós-guerra funcionou bem, enquanto a casta dos sábios-universitários se aliou apenas com a casta dos trabalhadores organizados. “Foi igualitário e economicamente dinâmico, especialmente nos países devastados pela guerra. Os governos ocidentais assumiram um papel ativo na

administração de suas economias domésticas, enquanto simultaneamente liberalizavam e expandiam o comércio exterior”.

Intelectualmente, deveria ser chamada de a Era de Keynes. Mas essa etapa do sistema capitalista findou com a aliança dos sábios-tecnocratas com a casta dos militares, seja na Guerra do Vietnam, seja nas ditaduras militares latino-americanas. Com a estagflação, por conta de um ciclo esgotado com choque de preços do petróleo, a desaceleração econômica precipitou o desemprego e a agitação trabalhista dos anos 70. No fim dessa década, emergiu o sindicalismo do ABC no Brasil.

A Era Keynesiana foi seguida pela Era Monetarista de Milton Friedman. Foi caracterizada pelas elevadas taxas de juros e foco no controle da inflação, somadas à globalização e liberalização dos mercados.

Nessa Era Neoliberal da Globalização, emergiu o capitalismo de Estado chinês (ou socialismo de mercado), a partir das reformas de 1979. No novo milênio, quatro sucessivas vitórias eleitorais propiciaram o capitalismo de Estado neocorporativista brasileiro, com a aliança da casta dos sábios-universitários atuantes como tecnocratas com a casta dos trabalhadores organizados. Esta aliança, ameaçada de deposição, aliou-se com a casta dos mercadores e oligarcas-dinásticos governantes.

Notadamente, houve redução da desigualdade mundial e da pobreza em massa, seja pelo barateamento de bens de consumo durável propiciada pelas exportações chinesas para todo o mundo, seja por suas importações de bens básicos de países periféricos. Por exemplo, no caso brasileiro, a importação chinesa representa quase 1/3 da exportação, em destaque, soja, carne, minério de ferro, agora também petróleo.

Aqui, o *social-desenvolvimentismo*, uma mistura de socialdemocracia com o histórico desenvolvimentismo e ênfase em política social ativa, melhorou a distribuição de renda. Mas não teve fôlego para fazer nem uma reforma tributária progressiva nem uma reforma política para superar a fragmentação partidária e a reeleição, germes da corrupção.

Em nível global, foi uma Era de importantes inovações tecnológicas, principalmente na tecnologia da informação. Wolf destaca também ter sido a Era na qual se viu o fim do comunismo totalitário e tecnoburocrata-militar soviético. Houve a disseminação do ideal de democracia pelo mundo, inclusive como condição para o socialismo.

Emergiram, contudo, várias fragilidades. O crescimento econômico dos países de alta renda tornou-se, em média, bem inferior ao alcançado na Era Keynesiana do pós-guerra. Neles, a “sociedade dos executivos” transnacionais com seus bônus e *stock-options* (um tipo de remuneração variável com concessão ou venda de ações da empresa para colaboradores a preços abaixo do mercado) levou à distribuição de renda e riqueza mais desigual.

O valor econômico da mão de obra de trabalhadores manuais com relativamente pouco ensino caiu em relação ao da mão de obra de trabalhadores intelectuais formada em universidades. Os mercados de trabalho se tornaram mais flexíveis, mas as condições de trabalho e os direitos trabalhistas tornaram-se mais precários. *Quanto menor a mobilidade social, para a classe média, maior a desigualdade de uma sociedade.*

Na cultura neoliberal do individualismo se propagou a ideia de cada um cuidar de si mesmo. Assim, a desigualdade passou a ser aceitável por muitos “vencedores”. Mas a percepção de injustiça social e deterioração das perspectivas de futuro de milhares de “perdedores” serviu de “caldo-de-cultura” para o *retorno do populismo*, isto é, de líderes messiânicos falar em nome do povo, embora tenham sido eleitos apenas por maioria de votos válidos.

Um aspecto do “capitalismo fraudado” é o crescimento das finanças ser benéfico apenas para “os vencedores” das castas de natureza ocupacional – e não inclusivo para os “párias”. Outro é a mudança rumo à maximização do valor do acionista como único objetivo dos administradores das empresas e a tendência associada de recompensar os executivos com base no preço das ações.

Espalhou-se também a *elisão fiscal*, uma prática contábil capaz de permite adequar uma empresa ao formato mais vantajoso de pagamento de impostos, sem para isso cometer qualquer ilegalidade.

A tende também pelo nome de *planejamento tributário*, adotando escape do regime adotado para o recolhimento dos tributos. Em escala global, a Oxfam estima em relatório de 2018 a classe alta ter omitido US\$ 7,6 trilhões do fisco. A *evasão fiscal*, também conhecida como *sonegação fiscal*, é o uso de meios ilícitos para evitar o pagamento de taxas, impostos e contribuições.

A *globalização*, na forma de livre comércio externo e de produção terceirizada no exterior, não foi fator direto de contribuição ao aumento da desigualdade, ao contrário das *mudanças na força de trabalho*. As mudanças tecnológicas provocaram rápido aumento na produtividade em trabalho intelectual. Refletiu no aumento na demanda por mão de obra tecnologicamente capacitada, nos grandes centros urbanos, em relação à mão de obra de trabalhadores manuais, exceto em grande escala na indústria de todo o Sudeste asiático.

Wolf salienta: “o declínio da indústria como fonte de emprego teve efeitos adversos nas cidades e regiões onde ela estava concentrada. Quando fábricas fecham ou demitem uma grande proporção de sua força de trabalho, a economia local como um todo também é afetada adversamente”.

Essas regiões “deixadas para trás” tornaram-se elemento crucial nas coalizões de insatisfeitos. Por exemplo, o “cinturão da ferrugem” (*Rust Belt* em inglês), conhecido até os anos 1970 como cinturão da indústria (*Manufacturing Belt* em inglês), é uma região dos Estados Unidos composta pelos estados do nordeste, dos Grandes Lagos e do meio-oeste.

A expressão *Rust Belt* ganhou popularidade nos Estados Unidos, na década de 1980, em razão do declínio econômico, populacional e da decadência urbana sofrido por essa outrora poderosa região industrial, cuja economia baseava-se principalmente na indústria pesada. Os operários demitidos, antes democratas, em 2016, votaram no Trump!

Enquanto isso, cidades, especialmente as grandes metrópoles cosmopolitas, são centros dinâmicos para novas atividades e para pessoas com alto grau de ensino. Junto a isso, somaram-se as consequências mais importantes da crise mundial resultante da

liberalização financeira. Houve repentino colapso econômico e pacotes de socorro ao sistema financeiro. A subsequente ênfase na contenção dos gastos governamentais, para a solvência no pagamento do endividamento público, provocou a estagnação no crescimento econômico.

Trump se tornou presidente dos EUA e um séquito de populistas de direita tiveram êxito em incorporar o ressentimento dos “deixados para trás” em suas coalizões conservadoras. Para Wolf, “foi uma reação de grande parte das antigas classes trabalhadoras à transformação dos partidos tradicionais à esquerda (trabalhistas e democratas) em legendas mais representativas dos eleitores cosmopolitas com diplomas universitários e as minorias culturais e étnicas”.

Ele discorda de quem diz analisar essas mudanças políticas em termos de seus fundamentos econômicos ser um erro. “Elas são, dizem eles, reações a mudanças culturais, como a imigração, o reposicionamento da mulher e os novos costumes sexuais. Isso é pouco persuasivo por dois motivos: primeiro, mudanças culturais e econômicas não podem ser separadas umas das outras; e segundo, a cultura não muda tão rapidamente”.

A explicação oferecida pelo editor do Financial Times para as mudanças no comportamento eleitoral é a troca na lealdade das pessoas com o sofrimento de ansiedade pelo *status*, isto é, o medo de viverem em um desastre econômico.

A epidemia de covid-19 se junta a todos esses problemas. Ela, segundo Wolf, já teve pelo menos cinco grandes efeitos.

Primeiro, provocou uma paralisação econômica para conter a disseminação da doença à custa dos mais jovens e em favor dos mais velhos e mais vulneráveis.

Segundo, afetou mais as mulheres empregadas em prestação de serviços diretos aos consumidores e mais a mão de obra pouco capacitada face à possibilidade de uma proporção maior das pessoas capacitadas trabalhar de forma mais remota e segura.

Terceiro, exacerbou muitas das iniquidades prévias como as principais medidas de socorro terem sido destinadas à preservação da riqueza financeira, como costuma ocorrer em todas crises sistêmicas.

Quarto, obrigou a um gasto fiscal imensamente maior, levantando a dúvida de como essa dívida será gerenciada e quem a pagará.

Quinto, demandou não apenas por ajuda do governo, mas por ajuda de um governo competente – e não inepto como o brasileiro e o norte-americano.

Então, Wolf conclui seu oportuno artigo com a pergunta-chave: *o que a volta à ideia de cidadania significa nesse novo contexto cívico?*

Não significa:

1. o Estado não deveria ter preocupação pelo bem-estar dos cidadãos não contribuintes;
2. o sucesso de seus próprios cidadãos deve ser visto como contrapartida ao fracasso dos habitantes dos demais países;
3. os Estados deveriam proteger-se do comércio livre, do movimento de ideias, do movimento de pessoas e do movimento de capital, regulados adequadamente e frutíferos com outras sociedades;
4. os Estados deveriam evitar cooperar entre si para alcançar objetivos compartilhados como proteger o meio ambiente global.

Significa a primeira preocupação dos Estados democráticos ser o bem-estar de todos os seus cidadãos sob condições:

1. todo cidadão deveria ter igualdade de oportunidade para adquirir um grau de educação necessário e suficiente para participar o mais plenamente possível da vida de uma economia moderna de alta capacitação tecnológica;
2. todo cidadão deveria ter a segurança necessária para prosperar, mesmo se afligido por doenças, invalidez ou outros problemas;

3. todo cidadão deveria ter proteção no trabalho, para estar livre de abuso, tanto físico quanto mental;
4. todo cidadão deveria ter capacidade de cooperar com outros trabalhadores para proteger os seus direitos coletivos;
5. cidadãos bem-sucedidos deveriam estar dispostos a pagar impostos suficientes para sustentar tal sociedade;
6. empresas deveriam compreender terem obrigações com todas as sociedades onde atuam;
7. instituições da esfera política deveriam ser suscetíveis à influência de todos os cidadãos, não apenas dos mais ricos;
8. política econômica deveria ter por objetivo criar e sustentar uma classe média vigorosa, enquanto assegura uma rede de segurança social para todos.

Em síntese, todos os cidadãos, independentemente da raça, religião ou gênero, têm *direito a tratamento igual*. Imigrantes podem vir a seus países para trabalhar e com direito a compartilhar as obrigações e direitos de cidadão com eles.

Como precisamente esses direitos poderiam ser alcançados é o grande tema da Política como ação coletiva. Para Wolf, isso não significa voltar aos anos 60. “Não voltaremos a um mundo de industrialização em massa, no qual a maioria das mulheres com ensino não trabalhava, no qual existiam claras hierarquias étnicas e raciais e no qual os países ocidentais predominavam. Além disso, nos deparamos com desafios muito diferentes, diante das mudanças climáticas, da ascensão da China e da transformação do trabalho com a tecnologia da informação.

Alguns aspectos, porém, continuam os mesmos. Os seres humanos precisam agir coletivamente, assim como individualmente. Agir em conjunto, dentro de uma democracia, significa agir e pensar como cidadãos. Se não o fizermos, a democracia fracassará. É dever de nossa geração garantir ela não fracassar”.

Neste capítulo final, contraporei dois projetos nacionais apresentados em debate jornalístico para reerguer a economia



brasileira e abrir caminhos para o bem-estar da sociedade: o *neoliberal e o desenvolvimentista*.

Para isso, tomarei como amostra uma série de artigos do Cristiano Romero, editor-executivo do principal jornal econômico do País, aqui usado como fonte. Apresentarei como alternativa à sua visão "liberista" (em defesa sobretudo do liberalismo econômico), a desenvolvimentista apresentada, também em uma série de artigos publicada no mesmo jornal, por Carlos Luque (professor da FEA/ USP e presidente da Fipe), Simão Silber (professor da FEA/USP), Francisco Vidal Luna (professor da FEA/USP aposentado), e Roberto Zagha (professor Assistente na FEA/USP nos anos 1970 e no Banco Mundial a partir de 1980, onde encerrou a carreira em 2012 como Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento, e diretor para a Índia). Concluirei com minha visão pessoal, talvez mais afinada com quem comunga do social-desenvolvimentismo na Escola de Campinas.

## Visão Neoliberal do Brasil

### Defesa de Ideias Liberais Centristas

Cristiano Romero, formado pela Universidade de Brasília (UnB), jornalista desde 1990, trabalha no jornal Valor desde a sua fundação. Em seu artigo publicado em 29/04/2020, "A virtude está no meio", desde o título se posiciona como *defensor de ideias liberais centristas*.

"Jair Messias Bolsonaro foi o primeiro extremista do espectro político a conquistar a Presidência da República pelo voto direto. Até sua eleição, candidatos dos polos da esquerda e da direita jamais chegaram lá".

Em eleições da Era Neoliberal, após o regime ditatorial militar, o perfil majoritário do eleitor brasileiro pareceu ser centrista, tipo "a virtude está no meio".

Tendo estudado monetarismo na Escola de Chicago, cujo pensamento liberal norte-americano não é o seu direitista, o atual ministro da Economia não participou da elaboração e condução de nenhum dos seis planos econômicos lançados, entre 1986 e 1994,

contra o regime de alta inflação, herdado dos choques cambiais de Delfim Neto no estertor do regime militar. Exceto o “feijão-com-arroz” do Plano Verão, idealizado em 1989 pelo então ministro da Fazenda, Máílson da Nóbrega, no fim do governo Sarney, todos os planos tiveram caráter heterodoxo, contra o qual Guedes sempre se debateu.

A forte oposição de Guedes a todos esses planos criou-lhe inimizadas. Sua rejeição por colegas economistas não foi só por sua ortodoxia, mas por seu histórico de ter servido, voluntariamente, à ditadura chilena como *Chicago's Boy*.

Cristiano Romero não tem dúvida de ser “a luta contra o passado, contra o atraso, que nos impede de chegar ao futuro antevisto pelo escritor austríaco Stefan Zweig no clássico ‘*Brasil, um país do futuro*’. O liberalismo nunca encontrou terreno fértil neste imenso território”.

#### Brasil: o destino de nunca ser liberal

Cristiano Romero publicou sua visão jornalística, formadora (e receptora) de opinião neoliberal da casta dos mercadores, em uma série de colunas dedicada à história econômica do país desde 1964. No entanto, por ordenamento cronológico, antecipo o conteúdo de uma coluna (Valor, 24/06/2020), onde depois de apresentar sua visão do Brasil colônia, conclui: “Brasil: o destino de nunca ser liberal”.

Apela à *vitimização*. “Uma das palavras mais demonizadas do nosso vocabulário é ‘*liberalismo*’. Sim, o vocábulo, porque, no fundo, não importa discutir seu significado real, a ideia, a doutrina ou o modelo de funcionamento de uma economia. Na Ilha de Vera Cruz, mesmo nas universidades, locus por definição do debate de ideias, não se vai muito longe na discussão do tema. Ora, por quê? Porque o liberalismo econômico, nos ensinam os livros didáticos desde a tenra infância, é coisa de capitalista selvagem, empresário malvado e banqueiro usurpador, assim como de duas categorias cuja existência, para os antiliberais, dispensa adjetivos: *os investidores da bolsa de valores e os investidores estrangeiros*.”

Ele se apega e divulga uma pretensa verdade, ou seja, uma falsidade, utilizando-se do mau argumento de Culpa por Associação:

é desacreditar uma ideia ao associá-la a algum indivíduo ou grupo malvisto em determinadas redes sociais, no caso do atual *negacionismo científico*, todo o agrupamento de professores universitários. Como contraprova, eu o remeteria à leitura do segundo capítulo do meu livro *Mercados e Planejadores Imperfeitos*. [Blog Cidadania e Cultura; 2020](#).

Denominado “Liberalismo Social e Neoliberalismo Econômico”, mostro diferenças entre o liberalismo clássico, o conservador, o igualitário de oportunidades, o social regulacionista, e o “liberismo” conhecido como neoliberalismo. Segundo José Guilherme Merquior, este é “a quase exclusividade da liberdade econômica face às demais liberdades”. Por isso, eu o rejeito – e simpatizo com o *liberalismo igualitário de oportunidades e o social regulacionista*.

Segundo Cristiano Romero, de maneira depreciativa, “a história nos conta por que somos assim, desde as capitâneas hereditárias, a forma encontrada pelo já decadente reino de Portugal de ocupar esta imensa ‘ilha’, antes que alguém o fizesse. ‘Descoberta’ em 1500, Cabralia só começou a ser realmente colonizada 34 anos depois, quando D. João III dividiu o território à régua – sem levar em consideração os acidentes geográficos onde se demarcam cidades, Estados e até países – em 15 capitâneas. Como o reino estava falido, cada área foi concedida a um donatário que tivesse recursos para ocupar e administrar a sua área, sem lhe pertencer, mas a Portugal.”

Mostra a ameaça de invasão estrangeira já existir desde então.

“A ocupação era urgente porque franceses vieram aos baldes, nas três primeiras décadas de existência da América Portuguesa, deparar a vasta Mata Atlântica para extração de pau-brasil, madeira resistente usada na fabricação de móveis, instrumentos musicais e, ainda, no tingimento (vermelho) de tecidos. Antes das capitâneas, funcionaram as feitorias, um monopólio concedido pelo reino português aos exploradores e comercializadores de pau-brasil. Mais adiante, em 1550, os franceses tentaram tomar a pulso parte da Ilha de Vera Cruz do domínio português.”

Descreve o regime de escravidão brasileiro no parágrafo seguinte.

“Os donatários das capitanias começaram a desenvolver a lavoura de cana de açúcar e a produção de açúcar, principal produto da colônia dali em diante e por mais de dois séculos. Ali, criou-se a ignomínia característica do país como sociedade: *a escravização de indígena e de africanos*. No tempo das feitorias, os índios faziam o trabalho pesado de derrubar as árvores de pau-brasil, mas, em troca, recebiam bugigangas europeias dos feitores. Era um tipo de escravidão, mas esta só foi posta em prática oficialmente com o início do plantio de cana-de-açúcar. À medida que o cultivo da cana foi avançando, o tráfico de africanos escravizados na colônia de Portugal nas Américas cresceu exponencialmente. Como se sabe, apenas em 1888, quase quatro séculos depois, a escravidão foi abolida no Brasil, o último país do Novo Mundo a fazer isso. Tarde demais.”

Daí tira sua conclusão definitiva sobre os “grupos de interesses”. Essas instituições são desvalorizadas (e não defendidas a não ser por seus proprietários) não por seu mérito, mas somente por causa de origem histórica ou a origem hereditária da pessoa defensora delas.

“Este país habitado hoje por 210 milhões jamais conseguiu superar as capitanias hereditárias (cartórios), as feitorias (monopólios), a escravidão (a forma mais perversa de não se reconhecer no outro, obstáculo intransponível para o florescimento de uma nação). Grosso modo, esses elementos sempre estiveram presentes na forma como nossa economia funciona. A história nos ensina que grupos específicos, minoritários quando comparados ao conjunto da população, dividem entre si os sempre poucos recursos do Estado.”

Realmente, faz pensar. Por exemplo, o Valor Econômico detém o monopólio do jornalismo econômico e, com raras exceções, privilegia oferecer tribuna apenas para economistas neoliberais. A Rede Globo, seja em TV, seja em jornalismo nacional, divide um mercado oligopolizado com mais dois ou três... Mas, para ele, o problema está só no Estado brasileiro.

“A tradução moderna e contemporânea do modelo de formação econômica e política está, por exemplo, no poder autóctone da burocracia estatal – isolada em Brasília, goza de privilégios, como o direito absoluto à estabilidade no emprego, e toma decisões em seu

próprio benefício ao arrepio da sensatez e da opinião de quem lhe paga os salários [em última instância, o povo brasileiro]. Revela-se, também, na manutenção sob o guarda-chuva do Estado de um sem-número de empresas estatais, periodicamente flagradas malversando recursos públicos em prol de interesses de empresas privadas.”

Esse é um estigma para quem desconhece o papel histórico – e atual – das instituições públicas brasileiras. A palavra *estigma* tem o significado de algo considerado ou definido como indigno, desonroso ou com má reputação. Provavelmente, este significado se originou a partir de uma antiga acepção atribuída ao termo *estigma*, quando era hábito fazer uma marca com ferro quente nos braços e ombros dos criminosos ou escravos.

Este estigma ajudava a identificar na sociedade qual indivíduo era dotado de má reputação ou havia cometido alguma espécie de crime. O *estigma social*, para muitos neoliberais, ajuda a provocar a criminalização de alguns grupos, para serem excluídos socialmente. No caso, os servidores públicos sofrem esse estigma.

“Nossa herança maldita se manifesta na inaceitável tolerância do Estado com a existência de monopólios [como o do jornal Valor] e de setores com elevado grau de concentração [como o do jornalismo e da televisão]. Este não só provoca ineficiências na economia como um todo, mas representa também uma ameaça à própria democracia. Nos regimes democráticos, têm enorme vantagem sobre os outros os detentores de poder econômico e informação. Esses ativos são comumente usados nas disputas de poder e não raramente de maneira desonesta. A razão disso é simples: a posse dessas vantagens gera assimetrias que podem desequilibrar a luta política e, assim, fragilizar a democracia.”

Sem dúvida, sem dúvida... O monopólio da formação da opinião pública é grave. Felizmente, graças à internet, apareceu a rede social.

“O atraso secular se traduz, ainda, na concessão, pelos governantes, de uma miríade de incentivos fiscais (que reduzem a capacidade da União, dos Estados e municípios de investir onde são mais necessários, ou seja, em educação e saúde) a grandes companhias. Elas têm acesso a crédito bancário e ao mercado de capitais. Ao mesmo tempo, é negada aos pequenos empreendedores

e empresas qualquer forma de ajuda. Ao contrário das grandes companhias, as pequenas têm de buscar crédito no mercado, onde os juros são muito mais altos.”

É curiosa sua contradição. No caso de atendimento com crédito às MPME, defende juros subsidiados. Não leva em consideração o maior grau de inadimplência para essas empresas menores (e Pessoas Físicas mais pobres) apresentar maior risco de perda de recursos de terceiros emprestados.

A precificação dos juros no Brasil se deve mais à elevada inadimplência, quando os adimplentes pagam pelos inadimplentes, em lugar da “ausência de competição” em um oligopólio concentrado e diferenciado. Para estar entre os “*big five*” bancos, o Banco Central exige grande volume de capital próprio. Eles competem entre si por qualidade de serviço bancário eletrônico – e não por fixação de juros.

### História Econômica do Brasil sob o Ponto de Vista Neoliberal

Vejamos o *resumo da história econômica brasileira*, desde o Golpe de 1964 até o governo FHC, em uma síntese neoliberal do ocorrido no período. Para Cristiano Romero, ainda é determinante das mazelas presentes até hoje:

1. com fortes convicções liberais, a dupla Otávio Gouveia de Bulhões (Fazenda) e Roberto Campos (avô do atual presidente do Banco Central), ministro do Planejamento, adotou uma série de medidas para:
2. estabilizar os preços, uma herança maldita semeada na gestão Juscelino Kubitschek (1955-1960), e
3. modernizar o arcabouço macroeconômico;
4. criar o Banco Central com a fixação de mandatos para a diretoria, que até 1964 era uma superintendência do Banco do Brasil [a SUMOC não era subordinada ao BB];
5. criar do FGTS, uma poupança compulsória, contrapartida à extinção da estabilidade dos trabalhadores no emprego, uma “jabuticaba”, por definição, impeditiva do avanço da produtividade;

6. controlar de preços e salários para a inflação recuar, mas o crescimento da economia deixou a desejar, inviabilizando a permanência de Bulhões e Campos em seus cargos;
7. em 1967, Delfim Netto assumiu a Fazenda e Hélio Beltrão, o Planejamento;
8. Delfim não abortou as reformas realizadas por Bulhões e Campos, mas passou a combinar o combate à inflação com medidas para baratear e destravar o crédito, uma forma de estimular o investimento;
9. a estratégia sucedeu e, daquele ano até 1974, o Brasil experimentou "taxas chinesas de crescimento", período da nossa história ficou conhecido como "milagre econômico";
10. a dependência extrema do país de petróleo estrangeiro complicou o milagre por causa da primeira crise do petróleo em 1973;
11. iniciou-se o regime de alta inflação em uma economia indexada;
12. em 1974, o general Ernesto Geisel assume e nomeia Mário Henrique Simonsen para a Fazenda e João Paulo dos Reis Velloso para o Planejamento, em meio à alta dos preços, pressionados pela alta do petróleo;
13. ali, sim, a economia deu um giro de 180 graus, na direção contrária à do plano liberalizante do início do regime militar;
14. o governo fechou as fronteiras comerciais e fomentou parcerias tripartites entre Estado, capital nacional e estrangeiro, com o objetivo de formar "campeões nacionais" em vários setores;
15. criaram-se dezenas de empresas estatais para atuar em variados segmentos da economia, muitas vezes, em regime de concorrência com companhias privadas;
16. tornou exponencial o endividamento externo, tirando proveito das taxas de juros internacionais baixíssimas (mas flutuantes), decorrentes do excesso de liquidez provocado pelos petrodólares;

17. os dólares foram usados para financiar grandes obras, entre as quais, a criação de um sistema estatal e integrado de geração e distribuição de energia elétrica e outro, de mesma natureza, no setor de telefonia;
18. *aquele modelo de capitalismo praticamente instituiu no Brasil um Estado "soviético", em plena Guerra Fria, mesmo com os militares interrompendo a ordem constitucional em 1964, sob a alegação de o comunismo estar ali, à espreita, perto de tomar o poder na Ilha de Vera Cruz...*
19. em 1979, sobreveio a segunda crise global de petróleo;
20. Simonsen ficou no novo governo para fazer o ajuste, mas deixou o cargo seis meses depois;
21. Delfim retornou, desta vez, para o Planejamento, e Ernane Galveas assumiu a Fazenda;
22. em 1982, a dura realidade: os juros da dívida externa flutuaram em direção altista e o Brasil, assim como o México e muitos outros países integrantes do chamado Terceiro Mundo, quebrou;
23. o esforço dali em diante passou a ser aumentar rápida e fortemente a competitividade das exportações, por meio da redução do salário real (obtida com maxidesvalorizações da moeda nacional face ao dólar);
24. o objetivo era gerar divisas suficientes para pagar pelo menos um pedaço da dívida externa, porque em uma década saltou de US\$ 6 bilhões para US\$ 100 bilhões;
25. a crise da dívida tirou a Ilha de Vera Cruz do sistema de crédito internacional por mais de dez anos, jogou a inflação na estratosfera, minou a capacidade do Estado de investir e tornou precário os serviços públicos implantados na década de 1970.
26. a crise da dívida, em 1982, solapou o modelo de substituição de importações adotado até então e, dali em diante o governo não teve mais condições de investir em obras públicas e mesmo na manutenção dos investimentos realizados em setores como os de telefonia e energia;



27. o modelo estatal não funcionava mais e, na verdade, tornou-se fonte da perda do controle da inflação e a insistência em ressuscitar o defunto custou e ainda custa caro ao país;
28. em 1986, o governo Sarney lançou o Plano Cruzado, a primeira tentativa de se derrubar a inflação, no período de redemocratização, por meio de um choque;
29. preços e salários foram congelados, "tablitas" foram aplicadas sobre prestações de crediário, criando-se um efeito ilusório para o consumidor, de sua dívida diminuir quando, na verdade, o valor era o mesmo, descontado dos juros embutido na prestação;
30. a inflação despencou, os trabalhadores tiveram ganho real de renda no início do Plano, mas, à medida que o consumo se expandiu de forma veloz, houve desabastecimento, cobrança de ágio, etc.;
31. dois fatores já condenariam o Cruzado ao fracasso: o fato de ser uma economia fechada, herança do governo Geisel, e a situação fiscal precária da União;
32. fracassado o plano, Sarney ainda lançou duas tentativas fracassadas, os planos Bresser e Verão;
33. em março de 1990, eleito falsamente como o "outsider", Fernando Collor de Mello valeu-se do ataque mais radical e ousado da história do país para debelar a inflação: o confisco dos depósitos;
34. toda a dívida pública era, grosso modo, reemitida a cada 24 horas, criando a chamada por economistas de "quase-moeda" e tornando inútil qualquer esforço de controle monetário na economia, logo, era impossível controlar a evolução dos preços;
35. o plano, chamado por Collor de "bala de prata", fracassou, mas seu governo lançou agenda liberalizante para o país superar o modelo de substituição de importações;
36. Fernando Collor confiscou poupança, outras aplicações financeiras e até depósito à vista, mas, com um voluntarismo

típico de um “outsider”, decretou, no segundo dia de gestão, a 16 de março de 1990, o fechamento de dezenas de estatais (esquisitices como SIDERBRÁS, PORTOBRÁS, cuja falta a sociedade jamais sentiu);

37. Collor demitiu 108 mil funcionários sem estabilidade no emprego, dentre os quais, empregados das estatais extintas;
38. Collor colocou milhares de servidores da ativa em disponibilidade (possibilidade prevista pela Constituição em caso de calamidade, justificado pelo fato de a inflação ter alcançado 89% em apenas um mês, fevereiro de 1990);
39. Collor iniciou as privatizações;
40. Collor começou a abrir lentamente a economia e lançou agenda para desregularizar diversos setores;
41. como, a exemplo de Bolsonaro, Collor chegou a Brasília sem base de apoio no Congresso, seu capital político esvaiu-se após o fracasso do confisco e, justamente quando se rendeu aos partidos, seu governo desmoronou a partir de denúncias feitas pelo próprio irmão, levando-o ao *impeachment*;
42. a agenda de Collor tinha, sim, cunho liberal, mas, antes de mais nada, atendia à aritmética – o Estado tornou-se insolvente, a dívida pública impossível de administrar, e, conseqüentemente, a inflação era altíssima e, por essa razão, um pesado imposto sobre os mais pobres, logo, as medidas se destinavam a encaixar o setor público dentro do PIB;
43. Itamar Franco, o vice, assumiu em outubro de 1992 e deu seqüência à agenda do antecessor;
44. foi ele quem, fazendo muxoxo, privatizou em 1993 a CSN;
45. esperava-se do presidente, porém, o lançamento logo de um plano para debelar a inflação, àquela altura já em quatro dígitos ao ano;
46. teimoso, nomeou e demitiu três ministros da Fazenda no espanco de apenas sete meses, antes de dar ao cargo a Fernando Henrique Cardoso;

47. o México assombrou a equipe do Plano Real porque caminhava para ancorar-se no dólar por meio de um regime de câmbio fixo;
48. nos primeiros seis meses do plano, o câmbio flutuou, porque o Banco Central dispunha de um volume razoável de reservas cambiais para conter ataques especulativos e havia excesso de liquidez nos mercados globais, a flutuação se deu para baixo, criando a falsa sensação de a nossa moeda superar o dólar, mas, em março de 1995, no início do primeiro mandato de FHC, adotou-se o câmbio fixo;
49. o México caiu em 1994 e, em 1997, feito dominó, sucumbiram várias economias asiáticas, os antigos "tigres", depois, vieram Rússia, Brasil e Argentina;
50. a história continua...

Curiosamente, tal com a esquerda brasileira, o autodenominado liberal atribui todos os problemas às "elites", sem nomeá-las ou sequer discriminá-las em castas com valores morais e políticos diversos entre si. Elas não se entendem. O jornalista não critica o sistema capitalista com múltiplos componentes institucionais e uma dinâmica impessoal.

"Não se deve esquecer que a nossa (de)formação histórica aparece, com nitidez desconcertante, na convivência cínica das *elites* (todas) com vergonhosos indicadores de *violência* (60 mil homicídios por ano), *pobreza* (50 milhões de miseráveis), *desigualdade* (1% da população detém 28,3% da renda, enquanto os 50% mais pobres ficam com 13,9%) e de *qualidade da educação* (no país onde se destacam tantos especialistas nessa área, entra ano, sai ano, e nossos adolescentes ocupam sempre as últimas colocações do Pisa, programa da OCDE que mede e compara o desempenho de estudantes de dezenas de nações em provas de Matemática, Ciências e Língua Pátria)."

Aí tira o corpo fora do "liberismo". Caso esse sistema capitalista seja deixado livre do Estado, para atuar como bem entender, o mecanismo de livre-mercado conduziria divinamente o país para o melhor dos mundos. Com sua autorregulação, defende a desincrustação do mercado em relação à sociedade brasileira.

“Nada disso [as mazelas sociais brasileiras] tem qualquer relação com o liberalismo econômico. *É justamente o oposto*. Na verdade, neste imenso pedaço de terra, ideias liberalizantes jamais frutificaram. Não há liberais de verdade por aqui. No fundo, o liberalismo - concebido por Milton Friedman - é uma utopia. A saga continua...”

É espantoso atribuir a Friedman a concepção do *liberalismo*, nascido do iluminismo do século XVIII. Sua formação não é boa.

### Economia Frankenstein

Cristiano Romero intitula a economia brasileira como “A Economia Frankenstein” (Valor, 06/05/2020).

Sua hipótese analítica da história econômica brasileira é a seguinte: “o longo período de instabilidade entre meados das décadas de 1970 e 1990, seguido de tentativas frustradas (ou incompletas) de implantação aqui de uma *economia competitiva*, equilibrada do ponto de vista fiscal e menos desigual no que diz respeito à distribuição da renda, criou no Brasil uma espécie de Frankenstein”.

Lamenta o país nunca ter superado modelos (não cita, mas deixa o leitor entender serem os desenvolvimentistas), “bem-sucedidos em um determinado momento, mas, em outros, tornaram-se uma das principais razões do fracasso do PIB brasileiro em crescer de forma mais rápida”. Ele também não diz a economia brasileira ter obtido a maior taxa de crescimento médio anual desde a década dos 40 até 1980, quando passou a prevalecer a visão fiscalista contra o Estado desenvolvimentista.

A longa batalha contra o regime de alta inflação levou o debate econômico ser apenas sobre a conjuntura – e não mais sobre um projeto de desenvolvimento socioeconômico nacional. “O planejamento de longo prazo, uma característica presente nas nações ricas e marcante nas economias asiáticas de crescimento acelerado, perdeu relevância na Ilha de Vera Cruz desde a crise da dívida em 1982”.

A urgência do combate à inflação subtraiu a visão de longo prazo por parte dos empresários, consumidores e formuladores de

políticas públicas. Toda a prioridade foi concedida a controlar o processo inflacionário. Desde o primeiro choque global das cotações do petróleo, em 1973, afetou o país, fortemente dependente de importação de óleo bruto.

Cristiano Romero classifica a economia brasileira como “Economia Frankenstein” por conta da coexistência de mecanismos distintos usados não só nos planos de estabilização, mas também em modelos de desenvolvimento. Essa mistura teria forjado contradições insanáveis.

*Daí faz um diagnóstico inteiramente equivocado sobre o sistema financeiro nacional.*

“Na Ilha de Vera Cruz, convivem lado a lado um sofisticado mercado financeiro, dotado de instituições capazes de competir com seus pares internacionais, especialmente nas áreas de gestão de recursos e estruturação de operações no mercado de capitais, com uma injustificável rede de bancos estatais, seis no total. Justamente por não conseguirem competir com os rivais do setor privado, esses bancos custam caro ao Estado.”

Apresenta um enorme desconhecimento das atividades complementares dos bancos públicos federais, cobrindo as chamadas “falhas de mercado”. Em financiamento de longo prazo à infraestrutura, em financiamento habitacional de interesse social, em financiamento à agricultura familiar, em financiamento ao Nordeste e à Amazônia, nenhum banco privado jamais se apresentou como substituto do papel, respectivamente, do BNDES, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, BNB e BASA.

Sua crítica é moralista, tipo a dos “lava-jatistas”, com uma visão superficial e equivocada de ser a corrupção o problema central do Estado brasileiro. Perceba a demagogia populista em sua argumentação.

“Tendo sido, ao lado dos bancos estaduais, *uma das fontes da superinflação* nas décadas mencionadas, continuam funcionando 26 anos após o lançamento do Plano Real, sujeitos a pressões políticas e à geração de prejuízos cobertos pelo suor de todos os brasileiros. Isto, sem falar da fatura recorrente que temos que honrar, decorrente de rombos dos fundos de pensão vinculados a essas instituições,

originados de *gestão temerária ou corrupção*. A pergunta que fica é a seguinte: se a maioria dos congêneres estaduais foi privatizada, por que não se deu a mesma destinação, senão a todos, a quatro ou cinco dos federais?”

O editor do maior jornal econômico brasileiro demonstra desconhecer os bancos públicos terem sido o suporte institucional dos saltos de etapas em todos os grandes países emergentes agrupados no BRIC. Na verdade, desconhece mesmo as principais funções dos bancos, como apresentadas nos capítulos anteriores. Imagina bancos responsáveis por administrar recursos de terceiros ter a possibilidade de arriscar os perder via subsídios ou mesmo “caridades”.

“Banco do Brasil e Caixa detém quase 50% do volume de depósitos do sistema bancário. No fundo, a concentração faz a alegria dos grandes bancos privados, uma vez que isso é a garantia de que jamais haverá competição real no segmento de bancos de varejo. Isso explica os juros altos cobrados por todos os bancos, as taxas injustificáveis aplicadas a coisas como avaliação de imóvel, à resistência ignominiosa das instituições financeiras de renegociar dívidas, alongar prazos de débitos, enfim, de dar uma contribuição aceitável e indolor (face a seus lucros) à sociedade no momento mais trágico da humanidade em mais de cem anos.”

### Brasil não consegue superar o Modelo dos 80

Na terceira coluna dedicada a relatar e discutir o passado recente da história econômica do país, intitulada “Brasil não consegue superar modelo dos 80” (Valor, 13/05/2020), Cristiano Romero anuncia: “o objetivo é humildemente tentar entender onde estamos, uma vez que, há sete anos, nosso PIB parece preso”.

Apresenta um registro para mostrar “como o *patrimonialismo*, isto é, o hábito secular de grupos sociais de ver a coisa pública como algo que lhes pertença, é uma característica mais forte entre nós do que o *populismo*: 30 anos depois do Plano Collor, congressistas e Judiciário ainda tomam medidas para compensar servidores públicos que, sem estabilidade constitucional, foram demitidos na ocasião”.

Depois de ter sido o país com maior crescimento entre as décadas de 1950 e 1970, o Brasil perdeu todos os “bondes” da

história desde então, tornando-se uma economia de baixo crescimento. Demorou muito para superar a crise da dívida e livrar-se do processo hiperinflacionário, dois problemas das nações subdesenvolvidas no início da década de 1980. Na verdade, afirma Romero, “foi justamente por não aceitar *o fim do modelo de substituição de importações* que a Ilha de Vera Cruz nunca mais se reconciliou com o crescimento acelerado”. Será?

Uma medida da “estagnação” está na comparação com os Estados Unidos. Dados do FMI mostram: em 1980, ano cujo crescimento foi de 9,2%, o PIB do Brasil, a preços correntes e pelo Poder de Paridade Compra (PPP, na sigla em inglês), era de US\$ 590,9 bilhões. Naquele ano, pelo mesmo critério, o dos EUA era de US\$ 2,857 trilhões, portanto, 4,8 vezes o brasileiro. No ano de 2019, segundo estimativa do FMI, a relação aumentou para 6,22 vezes, respectivamente, PIB (PPP) de US\$ 3,479 trilhões e US\$ 21,665 trilhões.

Em 1980, a China tinha um PIB, também pelo critério usado pelo FMI, de US\$ 304,3 bilhões, quase metade do brasileiro. Agora, 40 anos depois, os chineses já registram PIB, medido pelo PPP, superior ao dos Estados Unidos: US\$ 30,9 trilhões, quase nove vezes o do Brasil. Uma observação importante: isso não faz da China nação mais rica, porque seu PIB per capita, estima o FMI, chegou a US\$ 20 mil no ano passado, enquanto o dos americanos é de US\$ 67,7 mil.

Em 2020, pela primeira vez, o PIB per capita chinês (pelo critério de PPP) superou o brasileiro, estacionado (ou atolado) em US\$ 18,7 mil. Em 1980, o dos chineses estava em US\$ 302,3 e o nosso, em US\$ 4,8 mil.

A visão neoliberal de Cristiano Romero é simplória: *sempre a culpa está na mancomunação de grupos de interesses [quais?] e o Estado brasileiro*. “Motivada por interesses de grupos específicos, principalmente de seus maiores beneficiários, *a negação de o velho modelo de desenvolvimento estar obsoleto e insustentável* nos fez perder a revolução tecnológica ocorrida, primeiro, no Japão, depois nos chamados tigres asiáticos e nos EUA e, mais recentemente, na China. Quase 40 anos depois da falência daquele modelo, nossa economia continua bastante fechada e o Estado brasileiro, falido

desde aquela época, continua ajudando e custeando alguns de seus beneficiários.”

Para Romero, o maior exemplo de resistência ao fim do regime de substituição de importações está na indústria automobilística, toda ela multinacional. “Além de se beneficiar de barreiras tarifárias e não tarifárias contra a competição internacional, tem direito a incentivos fiscais e subsídio creditício desde que chegou por aqui, há quase 70 anos. Agora mesmo, em meio à pandemia e à evidente escassez de recursos públicos para o enfrentamento da mais grave crise da história, movimenta-se em Brasília para receber algum socorro financeiro. O discurso não muda nem neste pandemônio - se o governo não ajudar, ameaçam os executivos, as montadoras deixarão o mercado brasileiro. Eles pedem dinheiro aqui, sendo que, na maioria dos países onde estão suas matrizes, a liquidez é farta e o juro real (descontada a inflação), negativo”.

Para a crítica não ser leviana, ele deveria antes examinar toda a *cadeia produtiva da indústria automobilística*. Se considerasse todos os efeitos de encadeamento e os empregos não só em suas fábricas robotizadas, mas nas demais, da indústria de autopeças até a siderurgia, talvez fizesse uma análise com maior profundidade.

“A Ilha de Vera Cruz não atolou sozinha. Na década de 1980, o Ocidente constatou a produtividade da economia japonesa ser assombrosamente superior à de suas economias e o despertador da China já ter tocado. Foi quando os EUA de Ronald Reagan e a Inglaterra de Margaret Thatcher adotaram uma série de medidas para desregulamentar, isto é, diminuir a presença do Estado na produção de bens e serviços, abrindo espaço para *o setor privado, por definição mais eficiente*, assumisse protagonismo”.

A visão neoliberal não é simplória? Basta o Estado mínimo na periferia do capitalismo atrasado para a iniciativa particular emergir! Reagan e Thatcher estão mortos, mas os neoliberais rezam para ressuscitar pelo menos sua doutrina ultrapassada e enganosa.

### Sociedade fundada no ódio não às minorias, mas à maioria

No título de sua quarta coluna dedicada a relatar e discutir o passado recente da história econômica do país ele afirma: “somos uma sociedade fundada no ódio não às minorias, mas à maioria. Sem



nos reconhecemos no outro, jamais vamos superar a desigualdade que nos define como país” (Valor, 20/05/2020). É um princípio do liberalismo clássico compartilhado também por muita gente de esquerda.

Curiosamente, antes de 1964, os estruturalistas eram defensores das “reformas de base”. Foi o nome dado pelo presidente João Goulart, às reformas estruturais propostas por sua equipe. Estas incluíam reforma agrária, educacional, fiscal, eleitoral, urbana, bancária.

No final da década de 1950, a sociedade brasileira se debatia na dicotomia ideológica esquerda e direita. Ainda durante o governo de Juscelino Kubitschek, o Partido Trabalhista Brasileiro (PTB) começou a discutir um conjunto de propostas para promover *alterações nas estruturas econômicas, sociais e políticas*, de modo a garantir a superação do subdesenvolvimento e permitissem uma diminuição das desigualdades sociais no Brasil.

Hoje, neoliberal diz “uma dificuldade para o Brasil modernizar sua economia é o fato de nunca ter concluído as chamadas ‘reformas’ estruturais. Com exceção dos períodos de bonança, o tema sempre esteve presente na agenda nacional desde a década de 1950”.

Seu argumento é ser “um país cuja sociedade, de tão desigual na origem e no caminhar da história, não chega a consensos mínimos, o que dificulta sobremaneira a construção de uma nação”.

Compara com os Estados Unidos, e ironiza “a Ilha de Vera Cruz é riquíssima em recursos naturais. Se não bastasse toda a riqueza que se conhece há mais de um ou dois séculos, segue descobrindo novos ouros, exatamente como fazem os americanos. Um exemplo: o gás de xisto lá, que tornou os EUA autossuficientes em petróleo, e a abundante reserva da mesma matéria-prima que encontramos na camada pré-sal da nossa costa. Não são muitos os países premiados pela natureza como o Brasil e os Estados Unidos”.

Mas ele se pergunta: e daí? “Este país tem a maior floresta tropical do planeta, a Amazônica, cobrindo 45% do nosso território, o 4º. [na verdade quinto depois de Rússia, Canadá, China, Estados Unidos] maior do mundo. Todos, leigos e cientistas, sabemos que essa floresta encerra tesouros que tornam indigno o fato de os

ribeirinhos sofrerem, ao longo do curso do rio mais caudaloso do globo, dos males da fome, do desamparo, enfim, da pobreza. No entanto, o que realmente nos impede de alcançar o futuro não é a suposta baixa exploração de nossos recursos naturais, mas (...) elevado grau de escolaridade da população, tecnologia e alta capacidade de inovação”.

Essa hipótese é merecedora de teste, mas em lugar disso, volta a uma visão moralista superficial do problema maior. “Estes fatores não existem por aqui porque somos uma sociedade fundada no ódio não às minorias, mas à maioria. Reside na Ilha de Vera Cruz o maior desafio da humanidade no que diz respeito à construção de uma nação. Fizeram da nossa fortuna – a diversidade étnica – uma maldição”.

Um trabalho de Rodrigo Soares (Insper), Juliano Assunção (PUC-Rio) e Tomás Goulart (Novus Capital) revelou forte ligação entre a intensidade da escravidão do século 16 ao 19 com o nível atual de desigualdade de renda nos países. Segundo a base de dados “*Voyages – The Transatlantic Slave Trade Database*”, o Brasil recebeu 4,8 milhões de escravos no período, o maior fluxo entre mais de 40 nações.

Os três economistas mostraram: se a escravidão não tivesse ocorrido, em meados da década passada, o índice de Gini brasileiro seria 0,47 e não quase 0,6. Quanto mais alto for esse indicador, variando de 0 a 1, maior a desigualdade de rendimentos.

O trabalho publicado pelo *Journal of Comparative Economics* não buscou explicar os mecanismos pelos quais o choque inicial causado pela escravidão persiste até hoje sob a forma de elevada iniquidade. Mas os autores dizem uma provável explicação passar pela *transmissão do status socioeconômico de uma geração para a outra no Brasil*.

Para Cristiano Romero, o problema está em: “jamais aceitamos, como sociedade, o fim da escravidão. Para não pagar salários a escravos alforriados, importamos mão de obra da Europa e do Japão e empurramos para a marginalidade milhões de brasileiros (não nos esqueçamos que os escravos estão aqui há tanto tempo quanto os “colonizadores”, embora com uma diferença: não vieram a Cabrália empreender, mas, sim, como mercadoria; eram números no balanço

comercial e o principal fator de acumulação de capital). Vem daí a dificuldade em termos uma economia competitiva. Nossos antepassados foram de uma perversidade indizível ao privar do acesso à educação gerações e mais gerações de brasileiros. E o fizeram porque, para eles, era inaceitável – e ainda é – educar ‘escravos’.”

Além da justa indignação quanto aos costumes conservadores e discriminadores dos descendentes da Casa Grande contra os da Senzala, não se deve misturar o problema macroeconômico com os comportamentos reacionários de uma parcela minoritária da sociedade brasileira. Eles não comandam o sistema capitalista emergente de interações entre vários componentes com pesos muito diferenciados. Certamente, os conservadores são decadentes – e não líderes econômicos.

Cristiano Romero não deixa margem à dúvida sobre seu pessimismo a respeito da condução do país: “depois da passagem da pandemia, estaremos piores: mais pobres, mais desiguais, mais longe do futuro. E com um Estado quebrado, retornando à estaca zero no que diz respeito à sua capacidade de atender os mais desfavorecidos.”

### O Brasil não é um País Sério

No artigo seguinte (Valor, 27/05/2020), o editor executivo pergunta no título: “por que caçamos da própria desgraça?”

Repele, certamente, o rótulo reducionista de “neoliberal”, porque afirma: “uma das maneiras mais eficazes – e desonestas – de interditar um debate é atribuir simplicidade às ideias do interlocutor, enquadrá-las em um ‘slogan’ pejorativo e, assim, promover sua incompreensão no imaginário histórico e coletivo de uma sociedade. De fato, muitas vezes, a artimanha usada para sabotar o debate é mais engenhosa do que a iniciativa dos que pretendem enriquecê-lo. E, desta forma, as sociedades não progridem”.

Feira a advertência, prossegue sua prosa. “A Ilha de Vera Cruz é, possivelmente, a maior vítima desse perverso ‘controle’ de ideias. Aqui, o passado não acaba nunca, a mistificação costuma prevalecer sobre a lógica e a ciência, o que está visivelmente errado não se

muda porque, simplesmente, a maioria dos viventes, diz-se, não aceita. E, assim, fazemos vistas grossas para o anacronismo e banalizamos nossas tragédias.”

É, pode ser. Mas não deixo de ficar incomodado com isso ser dito por um editor de jornal não conhecido por pluralismo na divulgação de ideias de economistas social-desenvolvimentistas oponentes da ideologia neoliberal pró livre-mercado. Sem um debate plural e tolerante, todos cometem erros por não terem suas ideias testadas ou confrontadas.

“Os habitantes têm o hábito de fazer piada da própria desgraça. Gostamos, por exemplo, de fazer troça dos atentados terroristas que nossos jovens cometem contra a língua portuguesa (...). O desconforto para quem se incomoda com tudo isso está no fato de quase ninguém, neste imenso pedaço da Terra habitado por 210 milhões de pessoas, importar-se com o assunto, principalmente, quem tem consciência da mazela. Nos jornais, diariamente vemos economistas e empresários se queixando da baixa produtividade da nossa economia, especialmente, da baixa qualidade da nossa mão de obra. Nessas horas, o tom usado para tratar de nosso problema secular é severo, sem espaço para piadas. Isso indica que nossas elites intelectual e econômica, oxalá, reconhecem o problema, mas por que a situação não muda?”

Acho esse comentário injusto com os milhares de professores em seus esforços cotidianos para ensinar. É justo para quem não se esforça para aprender se tiver condições materiais e culturais para isso.

### Dissenso do Consenso de Washington

Com essas advertências críticas à rotulagem e à recusa de aprofundar o debate público. Na coluna seguinte (Valor, 03/06/2020), “O dissenso do Consenso de Washington”, defende de maneira anacrônica o malfalado “Consenso”, cujas preceitos foram interditados pelo debate nacional como se fossem algo maléfico para o país, a saber:

1. *disciplina fiscal*: altos e contínuos déficits fiscais contribuem para a inflação e fugas de capital;

2. *reforma tributária*: base de arrecadação tributária deve ser ampla;
3. *taxas de juros*: os mercados financeiros domésticos devem determinar as taxas de juros de um país de modo a taxas de juros reais e positivas desfavorecerem fugas de capitais e aumentarem a poupança local;
4. *taxas de câmbio*: países em desenvolvimento devem adotar uma taxa de câmbio competitiva para favorecer às exportações, tornando-as mais baratas no exterior;
5. *abertura comercial*: as tarifas devem ser minimizadas e não devem incidir sobre bens intermediários utilizados como insumos para as exportações;
6. *investimento direto estrangeiro*: podem introduzir o capital e as tecnologias ausentes no país, devendo, portanto, ser incentivados;
7. *privatização*: as indústrias privadas operam com mais eficiência porque os executivos possuem um “interesse pessoal direto nos ganhos de uma empresa ou respondem àqueles que tem”, logo, as estatais devem ser privatizadas;
8. *desregulação*: a regulação excessiva pode promover a corrupção e a discriminação contra empresas menores com pouco acesso aos maiores escalões da burocracia, portanto, os governos precisam desregular a economia;
9. *direitos de propriedade*: devem ser aplicados sempre e em todos os lugares;
10. *sistemas judiciários garantistas*: leis ameaçadoras de expropriação de fortuna reduzem os incentivos para poupar e acumular riqueza.

Creio desses nove mandamentos do credo neoliberal, apenas do sétimo (*privatização ilimitada*) e do oitavo (*desregulação total*) os economistas social-desenvolvimentistas atualizados discordariam em grau. Na verdade, o argumento do setor privado ser sempre mais eficiente em relação ao setor público resta a ser demonstrado.

É pueril, face ao espírito público dos servidores do Estado concursados, justificar pelo “interesse pessoal direto nos ganhos de uma empresa”. Ora, além da estabilidade no emprego, o salário mais elevado e a PLR (Participação no Lucro e Resultado), leva ao um “interesse pessoal direto” dos servidores, quando não têm a formação educativa do espírito público nacionalista.

Além disso, Cristiano Romero comete a *Falácia Genética*, isto é, o apego emocional, seja negativo, seja positivo, à origem do emissor de uma ideia. Quando um argumento é desvalorizado ou defendido não por seu mérito, mas somente por causa da origem institucional ou ideológica da pessoa defensora da argumentação.

“Williamson, um sujeito educadíssimo, simpático, que morou um tempo no Brasil e fala português fluentemente, pensou muito no país ao formular o ‘Consenso de Washington’. Ora, ele não estava a serviço do governo americano quando pensou no conjunto de dez medidas. Logo, não se tratava sequer de um receituário, mas da constatação da realidade: se quisessem voltar a crescer depois de uma década perdida, as economias subdesenvolvidas precisariam passar por uma série de ajustes, levando em conta, inclusive, um novo ambiente internacional. (...) O ‘Consenso de Washington’ foi logo visto como uma teoria da conspiração sordidamente formulada nos porões da Casa Branca para subjugar países como a Ilha de Vera Cruz aos ditames do governo americano, principalmente à adoção de medidas neoliberais.”

Aí comete outro pecadilho em debate público: *a Culpa por Associação*. É desacreditar uma ideia, no caso a crítica dos desenvolvimentistas ao Consenso de Washington, ao associá-la a algum indivíduo ou grupo malvisto em determinadas redes sociais, no caso, na casta dos mercadores.

No fundo, o que Williamson sugeriu foi, para Cristiano Romero, “uma forma de os países endividados ajustarem seus modelos de desenvolvimento à realidade de suas contas”.

Ele expõe seu ponto de vista contabilista/fiscalista como sendo uma espécie de “consenso da aritmética”, nos seguintes passos:

1. A chamada “Crise da Dívida” se caracterizou pela incapacidade dos países endividados, nos anos 1970, de honrar seus compromissos financeiros com os bancos internacionais.
2. Diante da explosão da dívida, aquelas economias passaram a ter necessidade de gerar divisas em dólares em volumes cada vez maiores.
3. O jeito era desvalorizar de forma acentuada a divisa nacional frente à moeda americana para estimular as exportações a qualquer preço e, assim, gerar saldos positivos no balanço comercial e no balanço de pagamentos em geral, de forma a dispor dos recursos necessários para pagar os credores internacionais.
4. As máxidesvalorizações da moeda empobreciam os países – na prática, seu efeito mais relevante foi a redução do salário real dos trabalhadores – e aceleravam a inflação.
5. Ainda assim, o remédio não era suficiente e, por isso, no caso brasileiro, o Banco Central centralizou o câmbio.
6. Os devedores (Estados, prefeituras e empresas, a maioria, estatais) pagavam a dívida equivalente em moeda local ao BC e este decidia quais credores receberiam o pagamento, porque não havia recursos para pagar a todos.
7. assim começamos a longa era de calotes e ela nos fechou as portas do mercado de crédito internacional;
8. Internamente, a inflação decolou, a economia se desorganizou, o Estado faliu e perdeu a capacidade de investir em infraestrutura, sua principal característica no período anterior.
9. Em meados da década de 1980, o modelo de substituição de importações estava definitivamente comprometido.
10. Esta foi a danação da Ilha de Vera Cruz: *jamais aceitar esse desígnio de sua história.*

Portanto, cometido um pecado contra qualquer um dos 10 Mandamentos Neoliberais, estabelecidos no Consenso de Washington, resta purgar para pagar as culpas e/ou pecados. Isto até afastar a

acusação de pregar contra o livre-mercado – e poder exercer sua “liberdade de expressão” (sic) nas páginas do Valor Econômico.

### Âncora Fiscal Acima de Tudo

Na sua coluna seguinte (Valor, 17/06/2020), “A história dos naufrágios mostra que a âncora é fiscal” Cristiano Romero defende o *fiscalismo* do Mansueto Almeida. Informa sua primeira passagem pelo ministério da Fazenda se deu na segunda metade da década de 1990, quando, muito jovem, trabalhou na Secretaria de Política Econômica, na ocasião chefiada por José Roberto Mendonça de Barros. Aquela era a primeira equipe econômica pós-lançamento, em julho de 1994, do real. O ministro era Pedro Malan, e o presidente do Banco Central, Pêrsio Arida. Ah, entendi, Falácia Genética...

Para que a produtividade cresça, é necessário:

1. educar a população e treinar bem a mão de obra;
2. ter um sistema tributário simplificado, menos oneroso para as empresas e não avançando tanto sobre a atividade econômica, pelo menos não enquanto o país ainda estiver se desenvolvendo;
3. produzir tecnologia de ponta e facilitar a entrada em nosso mercado de bens de capital modernos, entre outros esforços.

Países como Brasil, México e Argentina têm, por várias razões, produtividade bem inferior à dos EUA e da Alemanha, por exemplo, em quase todos os setores. No agronegócio e em alguns segmentos da siderurgia, a produtividade brasileira supera a americana, mas são exceções à regra. Logo, manter a taxa de câmbio em linha com a flutuação do dólar não é algo sustentável por muito tempo.

Na opinião de Cristiano Romero, “a *âncora das âncoras* é de *natureza fiscal* porque, se o governo gasta muito acima do arrecadado, diminui a poupança disponível para financiar o investimento privado e em algum momento eleva a carga tributária para pagar as contas. Essa pressão sobre a sociedade acaba por gerar baixo crescimento do PIB e inflação.



Para conter a alta dos preços, os bancos centrais aumentam os juros e, em regime de câmbio fixo, isso atrai fluxos de dólares, movimento. Isso, por seu turno, aprecia a taxa de câmbio, isto é, valoriza a moeda nacional em relação ao dólar. Ora, isso diminui a competitividade da economia, porque fica mais caro exportar e, assim, alcançar novos mercados. Por outro lado, o dólar mais fraco estimula as importações. Tem dois efeitos:

1. ao baratear o produto importado, faz as empresas nacionais comprarem máquinas e equipamentos mais modernos, o que na prática lhes dá um ganho de capital;
2. a exposição do mercado doméstico a produtos estrangeiros bem mais baratos, sem as empresas terem as mesmas condições de competir, desnacionaliza setores inteiros, tornando o país muito dependente de fornecedores internacionais.”

Esse *modelo estático-comparativo*, típico do raciocínio ortodoxo ou neoliberal, não considera a elevação da poupança financeira pelo multiplicador de renda e moeda propiciada pela elevação do crédito. Bancos estatais também propiciam políticas públicas sem passar pelo Orçamento Geral da União com volume de financiamento alavancado em até 9 vezes seu capital próprio. Evita elevação da carga tributária.

Mas a ortodoxia formada em manuais norte-americanos, onde não aparece essa institucionalidade financeira de país emergente, só raciocina com base no conceito estático de *crowding-out*: setor público retira espaço do setor privado com dada renda.

O neoliberal pensa: “mantido esse esquema por muito tempo em economias sem conseguir realizar reformas para fazer crescer a produtividade, o país começa a acumular déficits crescentes nas contas externas. Isso leva o investidor estrangeiro a duvidar da capacidade daquela nação de honrar suas dívidas com o exterior. Nesse momento, os mais acautelados começam a bater em retirada, forçando o governo local a disparatar os juros com o objetivo de convencer os investidores a manterem seus dólares aqui”.

Esse é *outro dogma não comprovado*: o país estaria sequestrado pela ausência de reformas neoliberais de flexibilização de direitos trabalhistas, retirada de direitos previdenciários, corte de impostos sobre Pessoa Jurídica (e Pessoa Física rica), etc. Ele atribui

todos os problemas nacionais à “Viúva”, forma pejorativa de tratar um Tesouro Nacional supostamente dependente.

“Como a situação vai se tornando insustentável em vários flancos, embora todos relacionados ao problema da Viúva, isto é, ao déficit público, *hedge funds* (fundos com retornos altíssimos para o capital investido) veem nessa enorme fragilidade a oportunidade de fazer bons lucros. Estes resultam de ataques especulativos às moedas. Se bem-sucedidos, provocam crises cambiais em curto espaço de tempo.”

Cristiano Romero só lembra de quando era feliz... e sabia. Essa referência ao ataque especulativo à moeda nacional ficou anacrônico depois da acumulação de reservas cambiais realizada nos governos Lula e Dilma.

A crise atual só teve fuga ou repatriamento de capital por conta do (des)governo manter uma economia estagnada e um meio-ambiente ameaçado, fora as razões externas como qualquer crise mundial impulsionar a busca do “porto-seguro” dos *treasuries* (títulos de dívida pública norte-americana).

A memória afetiva de Cristiano Romero está ainda apegada à primeira Era Neoliberal. “Quando estudamos as crises passadas, tendemos a achar elas serem de *natureza cambial* porque este é o sinal visível da turbulência. Com as maxidesvalorizações da moeda, todos ficamos mais pobres da noite para o dia – não só mais pobre em relação a outros países, mas, sim, aqui mesmo, em Cabrália”.

Mas como um agente representativo do neoliberalismo mental, imperativo no jornalismo econômico em *Terrae Brasilis*, conclui como sempre: o culpado é o “mordomo”. No caso, o administrador dos interesses internos de um palácio governamental.

“A gênese de toda crise, porém, está no Tesouro, cujo chefe em Brasília, Mansueto Almeida, avisara estar de malas prontas. Um mau sinal porque, se ele só deixaria o cargo em caso de falta de apoio do chefe, não se tenha dúvida: esta é a razão da partida de Mansueto, um dos maiores especialistas do país em finanças públicas”. Mais uma Falácia Genética...

## Culpa do Modelo de Substituição de Importações

Cristiano Romero, em sua coluna (Valor, 01/07/2020) intitulada "Uma economia marcada pela concentração", atribui a responsabilidade pela baixa competição na economia brasileira ao modelo de substituição de importações, falido em 1982, nos legou vários oligopólios, perdurando já por quase quarenta anos.

Para ele, margem de lucro é aquilo auferido de um negócio em um mercado controlado por poucas empresas. Os R\$ 3 mil cobrados por todos os bancos para avaliação de imóvel, para tomar crédito imobiliário, serve para ele ilustrar a falta de concorrência no setor bancário!

"O cliente não tem para onde correr, afinal, dois bancos estatais – Banco do Brasil e Caixa – respondem por 50% do varejo bancário, e três privados - Itaú Unibanco, Bradesco e Santander -, pelo restante. Uma pergunta não quer se calar: a quem não interessa a privatização dos bancos estatais?"

Ora, essa pergunta é de fácil resposta: *o povo brasileiro*. Ou ele imagina os grandes bancos privados desejarem encher suas agências de clientes pobres? Ou financiar habitações para pessoas com renda inferior a três salários mínimos? Ou estar submetidos a periódico "perdão de dívida rural", devido a "acidente climático", imposta pela bancada ruralista conservadora no Congresso Nacional e acatada pelo aliado governo de plantão? Ou financiar em longo prazo – uma hidrelétrica em oito anos, uma extração de petróleo em dez anos ou mais – a infraestrutura necessária ao país?

Ele defende o neoliberalismo da equipe econômica. "A atual gestão do Banco Central tem implementado agenda, desde sua chegada a Brasília, há um ano e meio, para tentar diminuir a concentração bancária, um dos principais gargalos da economia brasileira. Por que é um gargalo? Porque o custo do crédito na Ilha de Vera Cruz é altíssimo, e, no caso das micro, pequenas e médias empresas, proibitivo. Esta realidade impede o desenvolvimento na base da economia, onde estão os novos empreendedores, a possibilidade de inovação disruptiva e a maioria dos empregos."

Impressiona-me porque o editor do jornal monopolista da cobertura econômica nunca fez uma pesquisa ou sequer uma

entrevista com especialistas em bancos para testar suas “verdades” hipotéticas. Deveria perguntar: os clientes dos bancos os escolhem por livre arbítrio, isto é, voluntariamente? Afinal, em junho de 2020, existem 135 bancos múltiplos, 20 bancos comerciais (inclusive os bancos estrangeiros com filiais no país) e a Caixa Econômica Federal.

Deveria também fazer uma avaliação de risco dos distintos clientes através da estatística publicada por grau de inadimplência de cada qual – poderia ler o primeiro capítulo deste livro. Apostar recursos de terceiros em MPME tem de levar em conta essa avaliação.

Ele deveria também estudar o conceito de *alavancagem financeira*: somar recursos de terceiros aos recursos próprios para elevar a escala do negócio e, em consequência, a rentabilidade patrimonial sobre o capital próprio. E analisar a ideia da MPME comprar a prazo e vender à vista para ser financiada ao longo do tempo por fornecedores implica em *elevado grau de endividamento comercial* – e sua *elevação com crédito bancário* tem de levar isso em consideração.

“Durante décadas – e isso ainda não acabou –, o Estado brasileiro deu subsídio fiscal e creditício, por meio do BNDES e outros bancos federais, a grandes empresas, inclusive multinacionais. Estas companhias não tomam dinheiro nos bancos locais pela mesma razão de todos nós: juro alto. Mas, elas têm acesso a capital barato lá fora, onde as taxas de juros são as menores da história. A Constituição, corretamente, proíbe discriminar o capital estrangeiro investido aqui, mas, convenhamos, não faz nenhum sentido um país de 50 milhões de miseráveis e outros 100 milhões ou mais de pobres bancar as margens de lucro dessas empresas, bem como das grandes corporações nacionais.”

Comete evidente erro estatístico. Em 2018, cerca de 13,5 milhões de pessoas tinham rendimento abaixo de US\$ 1,90 PPC por dia. Essa é a *linha para miséria* estabelecida pelo Banco Mundial para países de renda baixa. Abaixo da linha de pobreza, rendimento abaixo de US\$ 5,50 PPC por dia, estava  $\frac{1}{4}$  da população brasileira, cerca de 53 milhões de pessoas.

Mas o contra-argumento ao seu é o capital estrangeiro não ser atraído por investimento industrial nessa periferia do Atlântico, com essa pobre população, se pode exportar para aqui, produzindo em

sua origem. Para gerar empregos aqui, exige taxa de retorno alavancada por financiamento em projeto de investimento de longo prazo. Trata-se de cobrir o custo de oportunidade em relação a deixar de exportar e passar a produzir localmente.

Pior, o jornalista confunde democracia e economia de mercado. As conquistas democráticas, em geral, ocorreram por lutas sociais contra a pretensão de autorregulação das sociedades pelo mercado.

“A liberdade de expressão está para a democracia assim como a concorrência está para a economia de mercado. Não existe democracia sem os cidadãos terem o direito de dizer o que pensam de seus governantes. Do mesmo modo, não há economia de mercado onde monopólios e oligopólios vicejam. Economias de mercado, em que há verdadeira e acirrada competição entre as empresas, se desenvolvem mais rapidamente sob regimes democráticos. Democracias onde o poder econômico se concentra nas mãos de poucos são mancas e sempre sujeitas à instabilidade.”

Na pátria da considerada a melhor economia de mercado, a norte-americana inspiradora de tantos neoliberais lá formados ou colonizados culturalmente, predominam os oligopólios em todas as áreas. Tal lá como cá. Por exemplo, as fusões & aquisições (F&A) – cujo agregado de recursos econômicos contribui para a inovação em geral – propagaram-se a partir da metade da década de 80. No caso dos Estados Unidos, em um só ano, 1985, a ABC foi vendida para a Capital Cities Communication, a NBC foi comprada pela General Electric e Ted Turner quase assumiu o controle da CBS. Há só três grandes redes de televisão.

Isto sem falar nos *Big Four* ("quatro grandes") ou GAFA (por suas iniciais): Google, Amazon, Facebook e Apple. Agora, virou FAANG o grupo de empresas formado por Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google. Essas cinco companhias que dominam o mercado da tecnologia e são tidas como representantes não somente um novo cenário econômico, como também nas relações de consumo e no comportamento social globalizado. Controlam os dados de milhões de cidadãos de todo o mundo.

Mas o que importa para o neoliberalismo tupiniquim é o Estado aqui não ser mínimo. “Na Ilha de Vera Cruz, os grandes monopólios e oligopólios foram criados pelo governo. A justificativa do Estado para

estimular a emergência de grandes empresas, principalmente nos setores de matérias-primas e bens intermediários, era a de não haver por aqui, na ocasião (década de 1970) [a indústria nascente se inicia no primeiro Governo Getúlio], *capitalistas com capital suficiente para bancar investimentos vultosos*. Adotou-se o *modelo tripartite*. Ele combinava a participação de capital estatal, privado nacional e estrangeiro.”

Ele ironiza o planejamento estratégico nacional, resultante o Brasil pertencer ao BRIC. Não cita, por exemplo, EMBRAPA nem EMBRAER. “Em alguns setores, considerados “estratégicos”, o controle estatal era absoluto, como na Petrobras, fundada muito antes, em 1953, na CSN (fundada em 1941, mas inaugurada apenas em 1946), na Vale (1942) e na Eletrobrás (1962, surgida como uma empresa de estudos na área energética, mas, depois, tornou-se holding e incorporou, durante o regime militar, uma série de estatais)”.

No fundo o problema dele é explicar como o desenvolvimentismo estatal ter obtido resultados tão melhores em crescimento econômico, inclusive em renda per capita, quando comparado aos resultados das décadas da Era Neoliberal (1980-2020). Não compara os indicadores de ambos “modelos”. Sem conseguir defender o presente, opta por atacar o passado, como houvesse uma “herança maldita” historicamente insuperável.

“O modelo de desenvolvimento vigente era o de substituição de importações. De fabricante de quase nada, a Ilha de Vera Cruz transformou-se, *graças aos portões fechados e a um enorme endividamento externo*, em produtor de quase tudo – o “quase” aqui é crucial para entender a economia fechada fez o país ficar à margem da corrida tecnológica, atraso que ainda nos custa muito caro. Em 1982, com o advento do fenômeno conhecido como ‘crise da dívida’, o modelo de substituição de importações começou a ruir.”

Paradoxalmente, ele não fez o Valor publicar nenhuma reportagem comparativa do financiamento da hidrelétrica de Itaipu e o da Belo Monte, inaugurada em novembro de 2019, sem endividamento externo. O BNDES aprovou financiamento de R\$ 22,5 bilhões para a construção da Usina Hidrelétrica de Belo Monte, no Rio Xingu (PA). Historicamente, trata-se do maior investimento já

aprovado pela instituição. O valor total do empreendimento era estimado, inicialmente, em R\$ 28,9 bilhões. A diferença veio de aportes da própria Norte Energia, concessionária da usina.

Em janeiro de 2020, após recomposição acionária do consórcio vencedor, com a saída de sócios, a Norte Energia é composta por: Eletronorte (19,98%), Eletrobrás (15%), Chesf (15%), os fundos de pensão PETROS (10%) e FUNCEF (10%), as Sociedades de Propósito Específico Belo Monte Participações S.A. (Neoenergia S.A., 10%), Amazônia Energia S.A. (Cemig e Light, 9,77%), Aliança Norte Energia S.A. (Vale e Cemig, 9%), a Siderúrgica Norte Brasil S.A. – Sinobras (1%) e J. Malucelli Energia S.A. (0,25%). De acordo com o relatório da empresa, os sócios desembolsaram R\$ 12 bilhões – apenas 31,1% do investimento total. Quase 70% do investimento (68,9%) veio do financiamento do BNDES.

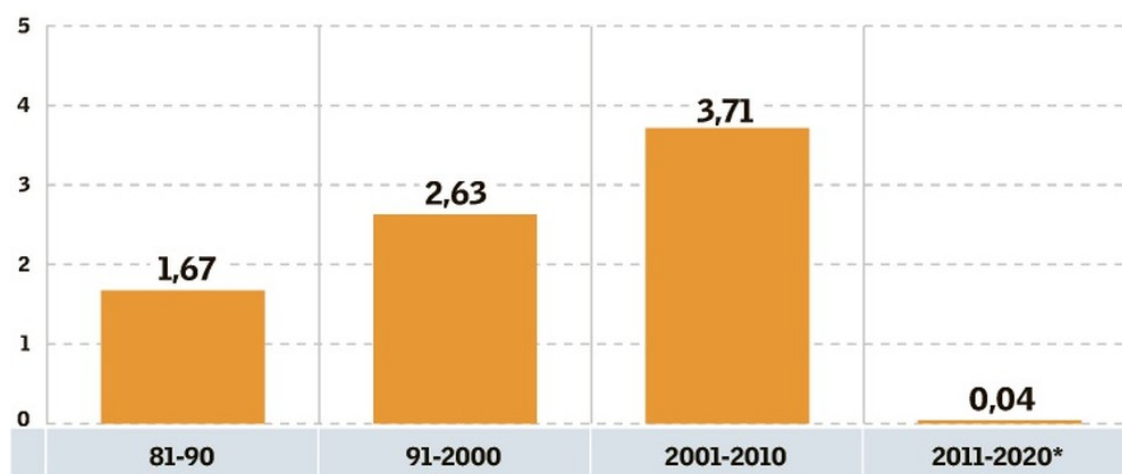
Com a entrada em operação da última Unidade Geradora de 611,11 megawatts (MW), Belo Monte alcançou 11.233,1 MW de capacidade instalada – o suficiente para atender cerca de 60 milhões de pessoas ou cerca de 10% da demanda nacional. A potência instalada na usina situada no rio Xingu corresponde a 7% de toda a capacidade de geração brasileira e faz do empreendimento *a quarta maior hidrelétrica do mundo*. O atual ministro de Minas e Energia reconheceu na cerimônia de inauguração: “esse projeto faz parte de uma visão estratégica de política energética definida há mais de 40 anos”. O jornalismo econômico brasileiro jamais reconheceu isso.

### Rompimento com o Ultrapassado Neoliberalismo

Com o artigo “A difícil arte de romper com passado” (Valor, 08/07/2020), o editor-executivo do jornal conclui a série publicada em sua coluna dedicada à história econômica do país desde 1964. O objetivo, diz, “é tentar, humildemente, saber onde estamos depois de duas décadas diametralmente opostas neste século [XXI]: segundo o Valor Data, na primeira, a economia avançou em média 3,71% ao ano, e, na segunda, 0,04%; como se vê, estamos no último ano de uma década perdida”. Ora, na primeira década, predominou o social-desenvolvimentismo.

## De volta à Década Perdida

Crescimento anual médio do PIB



Fontes: Banco Central/Focus e IBGE. Elaboração: Valor Data.

\* Expectativa de mercado de -5,95 para o ano de 2020.

Para Cristiano Romero, o problema está no seguinte. “Na Ilha de Vera Cruz, impera a *tradição de nunca se romper com o passado que nos condena ao atraso*, inclusive, na transição de regimes, governos e crises. Não se muda totalmente o rumo das coisas nem quando a situação exige. E, por essa razão, torna-se sempre mais difícil avançar. Períodos de continuidade de o que está dando certo são raros.”

Quando ele analisa a crise da dívida externa, não responsabiliza a arbitrária elevação da taxa de juro norte-americana (*prime-rate*) – de 6,25% aa no fim de 1976 para 20% aa em abril de 1980 –, no único período quando foi adotado o monetarismo em sua política econômica. Ela era referência, nos contratos de dívida, para a repactuação dos juros para o valor-de-mercado a cada semestre.

É mais fácil, para manter seu dogma a favor do pressuposto benefício do livre-mercado, atacar o Modelo de Substituição de Importações (MSI) em vez de criticar a nefasta influência mental de Milton Friedman naquela época. O MSI adotava a estratégia de obter autonomia para a Nação tomar decisões soberanas.

“A crise da dívida, em 1982, mostrou o regime de substituição de importações ter ido à breca. O modelo se esgotou porque, devido à escalada dos juros no mercado internacional, tornou-se impossível



honrar o pagamento da dívida externa, que na década de 1970 saltou de US\$ 6 bilhões para aproximadamente US\$ 100 bilhões.

O governo federal perdeu a capacidade de bancar, desde a crise da dívida, os investimentos que vinha fazendo de maneira massiva. Quem viveu naqueles anos pôde perceber a degradação gradual e irretratável da infraestrutura (estradas, ferrovias, aeroportos, portos) e dos serviços públicos desde então. No fundo, ainda vivemos em função daquele legado.”

Ele não reconhece a economia brasileira ter obtido certa *autonomia financeira*. Por exemplo, em maio de 2020, o crédito ampliado ao setor não-financeiro atingiu 150% do PIB, sendo um de seus componentes, a *dívida externa*, equivalente a 35% do PIB ou 23% do total. O M4 (meios de pagamentos ampliados) representava 104% do PIB.

Obtida a autonomia financeira, o grande desafio nacional é obter maior *autonomia relativa em tecnologia*. Para tanto, é necessário superar o “negacionismo” científico do atual governo e seus adeptos, para investir fortemente em Educação, Ciência e Tecnologia no Brasil.

Infelizmente, o representante do jornalismo econômico brasileiro insiste em defender a primeira Era Neoliberal (1988-2002).

“Equilibrar o balanço de pagamentos, isto é, gerar divisas internacionais para fazer frente ao pagamento da dívida externa, tornou-se mais importante do que combater a inflação naquele momento. Para dar rapidamente competitividade às exportações e, assim, gerar saldos positivos no balanço comercial, a saída era promover maxidesvalorizações da moeda nacional frente ao dólar”.

As duas maxidesvalorizações foram realizadas por Delfim Neto, louvado como decano dos economistas brasileiros. Ele pelo menos não era obtuso neoliberal. Acatava o desenvolvimentismo militar de direita.

“Como dizia o ministro da Fazenda do governo Geisel (1974-1979) [Mário Henrique Simonsen da EPGE-FGV], ‘a inflação aleija, mas o câmbio mata’. Na prática, a desvalorização da taxa de câmbio reduz o salário real de quem trabalha, o poder de compra

diminui, uma vez que ficamos todos mais pobres em relação ao mundo. Por conseguinte, diminui os custos de produção das empresas. O efeito colateral danoso é o aumento da inflação.”

Tudo isso é verdadeiro, mas em vez de criticar essa “herança maldita” do regime militar sob forma de um regime de alta inflação, opta por criticar a *estratégia desenvolvimentista*. Com a democracia, alguns aspectos herdados dela, como as instituições não transparentes, foram superados. Se, depois de 40 anos, ele ainda as culpa, há anacronismo, não?

“Os militares não tiveram muito tempo para fazer algo [21 anos?!] e, por isso, passaram o bastão aos civis, em março de 1985, com inflação alta e disparando e debilidade no balanço de pagamentos. A Nova República, cujo primeiro presidente fora um prócer da ditadura – José Sarney, ex-governador do Maranhão –, foi inaugurada sem operar mudanças no modelo que vinha dando errado. Um importante protagonista daquele momento na equipe econômica contou a esta coluna o que aconteceu”.

Daí ele dá a palavra ao primeiro ministro da Fazenda assumidamente neoliberal na história econômica brasileira. E ele reconta uma história institucional se glorificando.

“O acordo com o FMI, de 1983, e os empréstimos setoriais do Banco Mundial, negociados e nunca concluídos, apontaram sérias distorções institucionais no campo econômico do Estado brasileiro. Das intensas discussões de então, das quais participei, surgiu a percepção de mudanças necessárias”, relata Maílson da Nóbrega. Ele comandou o Ministério da Fazenda nos últimos dois anos do governo Sarney.

Antes, entre 1983 e 1984, Maílson coordenou a realização de amplo estudo para examinar a situação das finanças públicas federais. Em decorrência daqueles estudos, adotaram-se medidas relevantes como a extinção da “conta-movimento” do Banco do Brasil, o fim das atividades de fomento do Banco Central e a eliminação do Orçamento Monetário. Também em consequência daquele trabalho, foi criada a Secretaria do Tesouro Nacional, entre outras ações modernizantes.

Todas essas mudanças ocorreram sobre o desenvolvimentismo de Dilson Funaro e Luiz Carlos Bresser-Pereira. Foi antes do neoliberalismo “feijão-com-arroz” de Maílson da Nóbrega.

“Em 1986, uma equipe de jovens economistas lançou um engenhoso plano para estabilizar a inflação. Mas, como vivíamos ainda o pleno funcionamento do modelo de substituição de importações, que fechava as fronteiras comerciais do país às importações, o plano não tinha como dar certo. Sem expor os preços domésticos à competição internacional, a inflação ficaria em níveis comportados por muito tempo.”

Fernando Collor de Mello venceu a eleição de 1989, com o *discurso de uma agenda liberalizante*. Por muito tempo, atribuiu-se a ele a novidade. “As *ideias liberais* adotadas por Collor já estavam em discussão desde os anos iniciais da crise da dívida externa”, observa Maílson da Nobrega. Houve solução com *a abertura externa*?!

## Projeto Desenvolvimentista

Como alternativa à visão “liberista”, em defesa sobretudo da liberdade de mercado, apresentarei a visão desenvolvimentista. Foi também publicada em uma série de artigos, no mesmo jornal, por Carlos Luque (professor da FEA/ USP e presidente da Fipe), Simão Silber (professor da FEA/USP), Francisco Vidal Luna (professor da FEA/USP aposentado), e Roberto Zaghera (professor Assistente na FEA/ USP nos anos 1970 e no Banco Mundial a partir de 1980, onde encerrou a carreira em 2012 como Secretário da Comissão sobre o Crescimento e o Desenvolvimento, e diretor para a Índia). Eles demarcam clara diferença em relação ao lugar-comum neoliberal.

## Existe uma Ciência Econômica?

Carlos Luque, Simão Silber e Roberto Zaghera (Valor 26/07/2018) perguntam: “A economia é uma ciência?” Não, dizem alguns, dada as dificuldades de testes empíricos de suas teorias. Sim, dizem outros, dada sua base matemática e lado quantitativo.

Inicialmente, alertam para o chamado “vício ricardiano”. Este é transpor diretamente deduções da Ciência Abstrata para a Arte da

Economia, isto é, a tomada de decisões práticas. São necessárias mediações da Ciência Aplicada com reincorporação dos conhecimentos anteriormente abstraído para elaboração de teoria econômica pura: Política, Sociologia, Psicologia Comportamental, Instituições, etc.

“A prática da Economia é ciência e arte. A ciência oferece teorias e modelos, ferramentas para estruturar nossa compreensão da economia. Transferir os resultados de modelos cegamente a políticas econômicas é exigir demais destes modelos. O modelo apropriado a uma determinada situação não é sempre evidente. Deve-se fazer ajustes para levar em conta esta incerteza e as complexidades de estruturas econômicas dificilmente formalizadas em modelos.”

O desafio é utilizar teorias e modelos econômicos pragmaticamente, mantendo o rigor analítico da disciplina. Antes da China, Coreia, Cingapura e outros países asiáticos adotaram a mesma combinação de pragmatismo e rigor. O resultado foi crescimento sem paralelo na história, exceto o Brasil, na fase da indústria nascente, antes de 1980.

“Estes países não caíram na *armadilha de opor mercado e governo*, uma dicotomia popular, mas falsa”. Reconheceram ambos terem um papel. Esta atuação varia ao longo do tempo acompanhando as mudanças estruturais da economia. “O desafio de estratégias de crescimento é definir os papéis relativos de cada um em diferentes fases”, afirmam os professores da FEA-USP.

Há, segundo dizem, duas maneiras de formular políticas econômicas.

Uma foca nos instrumentos e teoriza: *o crescimento será o resultado de fazer o dito pelo modelo*. Se a receita é a neoliberal – regime de metas de inflação, austeridade fiscal, câmbio flutuante, economia aberta aos fluxos de capital, banco central independente e privatização –, o trabalho dos formuladores das políticas econômicas é muito simples. Basta implementar essas políticas e esperar o divino livre-mercado conduzir todos para o melhor equilíbrio. Esta tem sido a abordagem de formuladores da política econômica nos últimos anos.

O resultado inalcançado provoca a típica reação dos ideólogos: em lugar de reconhecer erros, propõem mais e mais! Mais independência para o banco central, mais austeridade fiscal, mais ambição nas metas de inflação, mais privatização, insensíveis à realidade de uma economia cada vez mais precária e alto desemprego. São as recomendações da EPGE-FGV, PUC-Rio, INSPER, Ipea, OCDE, FMI, Banco Mundial.

A segunda escola, desenvolvida por três economistas de Harvard (Rodrik, Hausmann e Velasco), em vez de focar nos instrumentos, foca no objetivo. Se o objetivo é crescimento, o primeiro passo é identificar a restrição dominante ao crescimento no presente e relaxar esta restrição. Os passos seguintes são antecipar as restrições dominantes. Elas se manifestarão enquanto as mais severas vão sendo relaxadas.

Luque, Silber e Zagha apresentam corretamente o diagnóstico. "No momento, a economia brasileira tem alta capacidade ociosa e alto desemprego. *O mais urgente é reativar a demanda.*"

Até economistas conservadores aceitam a capacidade ociosa ser um obstáculo ao aumento do investimento privado. Com desemprego alto o aumento da demanda tampouco virá por aumentos de consumo privado. Esse é o diagnóstico baseado em teoria keynesiana.

"O crescimento não virá por que adotamos tal ou qual política econômica. O crescimento só virá se ele se tornar o objetivo central de nossas políticas econômicas". A equipe econômica necessita, de maneira pragmática e rigorosa, adotar políticas econômicas articuladas para atingir esse objetivo

"As únicas fontes possíveis de reativação da demanda agregada são exportações e despesa pública. A reativação das exportações depende do aumento das exportações de manufaturados, exigente não somente de uma taxa de câmbio competitiva, mas também um compromisso do governo de não deixar a taxa de câmbio real flutuar ao sabor de fluxos de capital especulativo. Isto requer abandonar a política atual de proteção da taxa de câmbio e, ao contrário, manter uma taxa de câmbio levemente subvalorizada afim de ser menos vulnerável a fatores políticos e capitais especulativos. Ao mesmo

tempo, expansão das exportações exige abrir a economia às importações.”

A reativação da despesa pública deveria se fazer através de um aumento do gasto em infraestrutura. A “regra de ouro” permite o endividamento do governo para fins de investimento em infraestrutura. É essencial corrigir esta fraqueza estrutural alinhado com uma estratégia de crescimento orientada as exportações.

Antecipando a próxima restrição dominante, deve-se reduzir o crescimento galopante da dívida pública em relação ao PIB. Isto requer eliminar as isenções fiscais. O ministério da Economia estima-as acima de 4% do PIB. Depois da reforma da Previdência Social, uma reforma tributária deverá incluir aumentos na carga sobre as classes de renda mais altas.

O argumento de aumento da demanda agregada aumentar a taxa de inflação não cabe em fase de enorme capacidade ociosa deflacionária. Entretanto, os professores da FEA-USP argumentaram, em meados de 2018: “nossa economia está exangue, descapitalizada por anos de baixa inversão pública e privada, e uma força de trabalho com perda de boa parte de suas qualificações. A capacidade de resposta da oferta, portanto, é limitada. A sociedade deve aceitar uma taxa de inflação temporariamente mais alta.”

O Banco Central tem o mandato único de manter a estabilidade de preços sem preocupação formal com o crescimento. Mais ainda, no passado recente recebeu o mandato de reduzir a meta de inflação ainda mais. Os coautores defendem “reestruturar o mandato e as ações do BCB de maneira não contribuir para a estabilidade de preços às custas da instabilidade do crescimento”.

Estes seriam os primeiros passos de uma estratégia de crescimento. Outros deveriam seguir orientados pelo objetivo de crescer.

## Reação à Crise

Luque, Silber, Luna e Zaghera, mais recentemente (Valor, 13/04/2020), publicaram artigo intitulado “Reagindo à Crise”.

“O coronavírus se alastra. A prioridade é salvar vidas e reduzir o impacto sobre empregos e renda. Estes dois objetivos parecem estar em conflito. Não o são. Salvar vidas exige tratamento médico, confinamento e distanciamento social. Essas medidas desorganizam a produção e a demanda por bens e serviços.”

A maioria dos países optou por isolamento e distanciamento como recomendado pela Organização Mundial da Saúde. Isto gerou três choques:

1. colapso da demanda,
2. colapso da oferta e
3. iliquidez do sistema financeiro.

Os Estados Unidos reagiram adotando medidas equivalentes a 10% do PIB para conter o colapso da demanda. As medidas incluem:

1. apoio à renda das famílias (assegurando renda mínima, apoios ao pagamento de alugueis, pagamento de férias por doença, proibição de cortes de eletricidade, gás, água ou outros serviços públicos),
2. ajudas às empresas para manter o emprego, e
3. transferências a Estados, municípios e empresas em necessidade.

Para conter colapso da oferta os governos de diferentes países intervieram nas cadeias de produção decidindo quais atividades eram prioritárias, quais não eram, e tomando decisões rápidas para evitar gargalos de estrangulamento, particularmente no sistema de transportes e saneamento. No Brasil, por exemplo, a colheita da safra deve ter prioridade e exige transporte. Somente o governo federal pode tomar este tipo de decisões relacionadas à logística.

Para contornar os problemas de liquidez no sistema financeiro os Bancos Centrais nos EUA e Europa tomaram medidas ousadas, inclusive quase-fiscais:

1. compras maciças de títulos da dívida pública e privada e regulações dos bancos comerciais;

2. limites sobre taxas de juros; e
3. restrições sobre o uso dos recursos em pagamentos de dívidas.

Estas regulações, em geral, permitem atrasos em pagamentos de hipotecas ou outros empréstimos. Também reconhecem, em situações de crise sistêmica, não faz sentido diferenciar *problemas de liquidez* de *problemas de solvência*. Os bancos foram instruídos a estender crédito a empresas em dificuldades e evitar falências em série. Agravariam o risco de contaminar todo o sistema financeiro.

“No Brasil, enquanto ações sanitárias e atendimento hospitalar devem ser liderados pelos Estados, o governo federal é a única esfera de governo capaz de acionar a política fiscal e monetária na escala necessária para fazer face a crise”.

Luque, Silber, Luna e Zagha defendem três ações serem necessárias.

A primeira é expansão do gasto público para conter o impacto sobre a renda e o emprego através de medidas tais como:

- expansão e aumento dos benefícios da bolsa família com foco especial nos grupos de empregados sem carteira assinada, empregadas domésticas, ambulantes e pequenos comerciantes;
- aumento dos recursos disponíveis no setor de saúde;
- programas especiais para preparação das favelas, onde moram 13 milhões de pessoas em condições de difícil distanciamento;
- expansão de transferências aos Estados e municípios, cujos recursos minguarão enquanto as necessidades aumentarão significativamente.

A segunda ação, para conter o impacto sobre a oferta, exigiria colaboração com os Estados. Estes e o governo federal deveriam criar um “Comitê da Crise” para tomar decisões estratégicas, evitar estrangulamentos na circulação de mercadorias e minimizar colapsos de oferta ou demanda. Evidentemente, este governo federal, isolado e incompetente, não acatou a sugestão de um Comitê desse tipo decidir como realocar recursos ociosos para setores estratégicos de



modo a permitir a aproximação da estrutura da demanda à estrutura da oferta.

Terceiro, para manter a liquidez, a política monetária e creditícia deveria ter sido acionada como o foi nos EUA e Europa:

1. zerar a taxa de juros básica (Selic),
2. conceder linhas de crédito às micro, pequenas e médias empresas e aos Estados e municípios a taxas de juros zero, e
3. comprar títulos públicos e privados.

Tampouco o governo acatou a sugestão de controlar juros exorbitantes cobrados ao consumidor e empresas. Muito menos a proposta intervencionista de “os lucros anormais do setor financeiro dos últimos anos devem ser contidos”.

A política fiscal e monetária deveria ser cada vez mais ativa. Em uma crise de proporções nunca antes imaginada todos os instrumentos teriam de ser acionados para minimizar os custos humanos e econômicos na nova realidade.

Concluem os desenvolvimentistas da FEA-USP: “mais para frente poderemos avaliar o que resta dos dogmas fiscais e monetários que dominaram as macroeconômicas políticas dos últimos 20 anos, contribuindo para o *estado de despreparo* no qual se encontra o país”.

### Reconstrução da Economia Brasileira

No mês seguinte, C. Luque, E. Silber, F. Luna e R. Zagha publicaram artigo (Valor, 19/05/2020) com o título acima.

A intensificação da epidemia faz a recomendação médica mais importante, isolamento e distanciamento, trazer sérias consequências para as atividades econômicas. *A primeira tarefa é salvar vidas. Salvando vidas a economia se recupera à frente.*

Para essa recuperação algumas medidas são fundamentais. A maioria das quais devem ser tomadas pelo governo federal, porque

só ele pode se endividar e emitir moeda. Entre elas, as medidas já tomadas foram:

1. apoio à manutenção da renda das famílias,
2. oferta de créditos necessários a sobrevivência das empresas,
3. financiamento dos Estados e municípios.

Em particular, é importante *abdicar da visão fiscalista*, segundo a qual o setor público precisa ser controlado a qualquer custo, inclusive durante uma crise sistêmica. Isto não significa, ao receberem os recursos para preservar suas funções, os Estados e municípios poderem os utilizar em qualquer ação, como aumentos de salários para os funcionários ou elevar as isenções fiscais.

Ainda assim a prioridade é *a urgência dessas transferências*. Critérios devem ser estabelecidos, mas o mais importante é os recursos se direcionarem o mais rapidamente possível para as populações mais carentes e empresas. Os desvios devem ser também corrigidos rapidamente.

Em particular, alertam os coautores, “para uma grande parte da população (13 milhões de favelados sem água e esgoto e outros em moradias precárias) isolamento-higiene-distanciamento não é possível. É necessário tomar medidas preventivas como fornecimento de água, testes, postos de isolamento, assistência alimentar, etc.”

A política monetária no Brasil também é acanhada, se comparada com as ações dos Bancos Centrais de outros países. O BCB é um dos poucos bancos sem ainda tomar medidas excepcionais para fazer chegar o crédito as áreas mais críticas da economia a taxas razoáveis.

Na Europa, na Ásia, nos EUA se estão tomando medidas para suspender pagamentos sobre dívidas de empresas e pessoas, com o objetivo de mantê-las solventes. Com uma economia brasileira em melhor estado, será mais fácil combater uma epidemia à espera de uma vacina, cujo tempo de elaboração é imprevisível.

O diagnóstico dos desenvolvimentistas é cristalino: “a epidemia se abateu em *uma economia enfraquecida por quatro décadas de crescimento pífio, com os seis últimos anos particularmente*

*devastadores*. Essa tragédia resultou de políticas econômicas equivocadas, em particular o quase desaparecimento do investimento público, taxas de juros em termos reais desnecessariamente altas por muitos anos, uma taxa de câmbio instável e geralmente apreciada. Ela contribuiu para a destruição da indústria brasileira e exportação de manufaturados.”

A receita é oposta à neoliberal apresentada antes através dos artigos do editor-executivo do jornal Valor Econômico: “necessário antes, imprescindível agora, além de um programa de combate à doença, é a *retomada do desenvolvimento acelerado*”.

Isto requer a reconstrução de instituições enfraquecidas nas últimas décadas, particularmente as envolvidas na concepção, planejamento e execução de investimentos públicos. Será também necessário o compromisso do Banco Central com a manutenção da taxa de câmbio em um nível possível de permitir a reconstrução da indústria.

Em termos de concepção estratégica para a economia brasileira, talvez a proposição mais fundamental seja “aceitar as teorias econômicas inspiradoras das políticas macroeconômicas dos últimos anos, necessárias nos primeiros anos do Plano Real, agora danificam a economia”. Assino embaixo...

### Desenvolvimento sem Crescimento

Para Luque, Silber, Luna e Zaghera, em artigo (Valor, 08/06/2020) intitulado “Desenvolvimento sem Crescimento”, a pandemia nos trouxe uma catástrofe econômica já em gestação.

O país está em crise. A saúde, a economia e a sociedade se defrontam com desafios imensos, mas superáveis. Parece impensável discutir o longo prazo quando o curto prazo está em apelo por soluções. Mas é importante ter disciplina e entender:

1. como chegamos onde estamos e
2. o que deveríamos fazer.

“O crescimento decepcionante das últimas quatro décadas não causou a pandemia. Mas certamente reduziu os recursos disponíveis

para enfrentá-la. Antes da epidemia o Brasil já tinha entrado numa derrapagem na qual ganhos arduamente conquistados na incidência de pobreza estavam se perdendo. A questão é se podemos sair de quatro décadas de desenvolvimento sem crescimento ou se vamos entrar numa quinta década onde teremos nem um nem outro.”

Quem estuda o desenvolvimento econômico diferencia entre:

1. o crescimento econômico da renda e do emprego,
2. a evolução do PIB per-capita,
3. o desenvolvimento socioeconômico.

Este último inclui aspectos mais gerais da evolução de uma sociedade como educação, saúde, distribuição de renda, urbanização, industrialização, diversificação da economia, progresso tecnológico.

Há países nos quais a renda per capita aumenta, mas a desigualdade e a desnutrição pioram. Provocam queda da esperança de vida.

A evolução negativa das variáveis sociais reduzi o crescimento futuro. Se é o crescimento não é garantia de melhoras sociais, também é verdade: sem crescimento é difícil manter conquistas sociais.

Apesar de um PIB per-capita quase-estagnado desde 1980, o Brasil progrediu, socialmente, impulsionado por:

1. recursos fiscais propiciados por vinculações orçamentárias,
2. aumentos reais do salário mínimo, e
3. programas sociais bem elaborados.

Houve ganhos importantes em:

1. elevação da escolaridade em todos os níveis,
2. melhoria da nutrição da população,
3. queda da mortalidade infantil,
4. elevação da esperança de vida, e

5. melhoria de vários outros indicadores de desenvolvimento social.

Por exemplo, o SUS trouxe saúde a todas as camadas da população em todo o país. O Bolsa família contribuiu para redução da pobreza e da desigualdade.

Ao contrário dos neoliberais com o objetivo de impor suas ideias exigentes de “sacrifícios para pagar por pecados”, cometidos ao longo da história brasileira”, os desenvolvimentistas não arrasam com a autoestima nacional.

“O país se urbanizou. A economia se transformou: de importador de alimentos quatro décadas atrás, o Brasil virou celeiro do mundo. Empresas sofisticadas como a Embraer ou Petrobras se desenvolveram, são globalmente competitivas e estão na fronteira tecnológica. As instituições amadureceram e chegaram a níveis de sofisticação dos países avançados. Por último, a inflação, sofrimento da nação durante uma boa parte de sua história, foi controlada.”

O aparente paradoxo é: “se do lado social e modernizante o progresso é animador, do lado econômico a evolução do Brasil é decepcionante”.

Até 1980 o Brasil tinha um dos crescimentos mais rápidos do mundo. Mas entre 1980 e 2018 a taxa de crescimento do PIB per capita do brasileiro foi de apenas 0.7% ao ano. No mesmo período, a taxa de crescimento do PIB per capita do coreano foi de 5% ao ano. A renda per capita do brasileiro era mais de duas vezes a do coreano em 1980. Agora a do coreano é mais de duas vezes a do brasileiro. Desde 2013 a renda per capita do brasileiro caiu de 10%.

Luque, Silber, Luna e Zaghera recuperam *a análise estruturalista*. “A perda de fôlego do crescimento está associada a fraquezas estruturais. A indústria está desaparecendo: de 30% do PIB em 1980 caiu a menos de 10%. As exportações de manufaturados, antes com dois-terços das exportações, caíram a um terço. O setor financeiro é superdimensionado, cobra taxas exorbitantes e é pouco competitivo. Enquanto no mundo inteiro as economias se abriram, a do Brasil se fechou. O investimento público e privado está abaixo da depreciação do estoque de capital. No mercado de trabalho a informalidade predomina.”

A *pergunta-chave*, levantada por eles, é: “poderão os indicadores sociais do Brasil continuar melhorando na ausência de uma retomada do crescimento?”

Respondem ser improvável. “A continuação da melhoria da situação social do país requer recursos, requer empregos, requer salários reais crescentes e requer investimentos em saneamento, transportes, melhorias de moradia, etc. Só podem ser obtidos com crescimento. A redução da pobreza conseguida até 2013 está sendo revertida. Sem crescimento econômico acelerado o país não poderá manter as conquistas feitas na área social, e retrocessos são inevitáveis. *Melhorias sociais sem crescimento tem folego curto.*”

O que causou a parada do crescimento? Diagnosticam:

1. entre 1980-1994, foram os erros na gestão da dívida externa e a incompreensão do fenômeno inflacionário, só resolvida com o Plano Real;
2. as políticas macroeconômicas, necessárias nos primeiros anos do Plano Real, foram mantidas bem além de sua vida útil:
  - a. taxas de juros as mais altas do mundo,
  - b. investimento público mínimo, e
  - c. uma taxa de câmbio cronicamente apreciada.

Colocam “o dedo-na-ferida”. Os formadores de opinião, no jornalismo econômico, cultivaram a ideologia neoliberal além do seu prazo de validade. O remédio da abertura externa, privatização das estatais dispensáveis e flexibilização do mercado de trabalho já estava prescrito, mas a casta dos sábios-intelectuais “pais do Real” não perderam sua hegemonia. Agora, com a ascensão ao poder de ultraliberais, adeptos da Escola Austríaca, sofrem dissidências.

Entretanto, o “núcleo-duro” ainda mantém a convicção defensiva do “tripé macroeconômico”: câmbio flexível, superávit primário e meta inflacionária, ou seja, *risco fiscal* não propiciar *risco cambial* por conta da imaginária insolvabilidade do Tesouro Nacional: ficar sem meios de pagamentos de seus compromissos quanto à dívida pública. Esses ideólogos propagam: *a contração fiscal levaria à expansão econômica!*

Os professores da FEA-USP são taxativos em sua crítica a esse contabilismo-fiscalista: “uma crença revelada tão simplista quanto errônea”.

Concordo com eles. “A pandemia nos trouxe uma catástrofe econômica já em gestação. Reverte-la exige tomar consciência terem sido convicções ideológicas, não diagnósticos cuidadosos, inspiradoras nos últimos anos de nossas políticas econômicas”.

### Desafio da Desigualdade

Por fim, Luque, Silber, Luna e Zagha (Valor, 01/07/2020), em artigo intitulado “O desafio da desigualdade”.

Comparam: “em 2018, 20% dos brasileiros mais ricos receberam 60% do PIB. Há dois países no mundo onde tamanha concentração de renda impera: São Tomé e Príncipe, e Suazilândia, ambos com populações abaixo de um milhão. Nos Estados Unidos, a distribuição de renda piora há décadas, mas os 80% de lá ainda conseguem 60% do PIB; para 80% de brasileiros é só 40%.”

*Uns poucos vivem com muito e muitos vivem com pouco.* “A epidemia assolando o país nos deu uma consciência mais aguda da desigualdade para milhões de brasileiros com poucos recursos, emprego informal, sem acesso a água, esgoto, transporte público, alimentação ou moradia adequada. As diferenças entres os que têm e os que não têm ficaram evidente até para os incrédulos.”

Na verdade, as castas se sentiram ameaçadas por contaminação do vírus no contato com “os párias”: seus servidores de trabalho manual. Aí perceberam sem cooperação mútua não há futuro saudável.

Os desenvolvimentistas não se diferenciam dos neoliberais na denúncia da história do Brasil. Há consenso quanto à origem histórica de problemas persistentes por mais de 130 anos.

“A desigualdade tem raízes profundas. Nasceu com a ocupação do país, quando os nativos foram expulsos, escravizados e dizimados de maneira persistente para dar lugar a formação de latifúndios imensos através da concessão das sesmarias. Cinco séculos depois,

1,7% dos proprietários rurais controlam 90% da terra arável. Por quatro séculos perdurou o regime de trabalho escravo, sustentado por 4 milhões de africanos e seus descendentes. Eles constituíam a base da força de trabalho no Brasil”.

A crítica à elite inominável é comum entre o jornalista neoliberal e os professores desenvolvimentistas. Eu tento discriminar entre essa “elite”, dividindo-a em castas por seus Ethos culturais serem distintos. Têm valores morais e posicionamentos políticos diferentes entre si.

“Ao longo dos séculos outras forças econômicas mantiveram a concentração de renda. A produção de açúcar, cacau, e café, bem como da mineração, estabeleceram estruturas produtivas baseadas em salários baixos, escravos índios e africanos, imigrantes japoneses e europeus, perpetuando ciclos de retorno alto para o capital e baixo para o trabalho. Posse da terra, escravidão, e repressão de movimentos sociais criaram uma elite que manteve seus privilégios através dos séculos.”

A diferença do desenvolvimentismo para o neoliberalismo se inicia com a defesa feita pelo primeiro da industrialização brasileira. O segundo, no fundo, defende a vocação agrícola do país até hoje, pregando plena abertura externa, para a importação dos produtos industriais, em lugar de dar incentivos fiscais e creditícios à instalação de multinacionais para produzirem e gerarem emprego no país.

“A industrialização no século XX foi um ponto de inflexão. Valorizou o trabalho e alterou esta tendência. Criou as condições para a formação de uma classe média e a urbanização do país. A Consolidação das Leis do Trabalho em 1943 fortaleceu os direitos do trabalho em relação ao capital. A mecanização e modernização da agricultura liberou mão de obra migrante para as cidades. Até 1980, o Brasil teve um dos crescimentos mais rápidos do mundo.”

Os desenvolvimentistas reconhecem a política social ativa ser necessária, mas é insuficiente. É necessária também a retomada do crescimento econômico, isto é, da renda nacional e do emprego massivo.

“Desde meados dos anos 1990, o país dedicou recursos crescentes ao combate da pobreza e a programas destinados à



saúde, educação e redistribuição de renda. O salário real subiu 250%. Além de melhoras significativas nos indicadores de saúde, esperança de vida, escolaridade, e apesar de um crescimento modesto do PIB, estas medidas tiveram efeitos importantes. Em 20 anos, a incidência da pobreza caiu de 57% a 18% em 2015, uma redução de uma rapidez sem igual no mundo. A participação no PIB dos 20% mais ricos também caiu de 64% para 57%.”

*Uma nação não se libera facilmente de seu passado.* Ao contrário dos cúmplices da volta da Velha Matriz Neoliberal e, em seguida, do golpe de 2016, os representantes da casta dos sábios-universitários são mais democratas. “Desde 2015 os indicadores de distribuição pioraram, e a incidência da pobreza aumentou. A pandemia exacerbou a situação.”

Daí deduzem, corretamente, “o desafio imediato é fazer face à pandemia a assolar o país, proteger os vulneráveis. Além de medidas de saúde pública, são necessárias *medidas de contenção do colapso da demanda*, mantendo o poder aquisitivo da população, e *da queda da oferta*, mantendo empresas com vida.”

Uma grande diferença entre desenvolvimentistas e neoliberais é os primeiros, ao contrário dos últimos, não priorizarem a política fiscal face à política de crédito e câmbio para crescimento. “Salvar as contas públicas, ao custo de contrair a economia ainda mais, não é um objetivo factível e a implementação de políticas fiscais e monetárias mais expansivas, se comparadas as vistas até agora, são urgentes.”

Em relação ao longo prazo, e para o futuro não ser uma repetição das últimas décadas perdidas, *o país precisa de dois projetos*:

1. *projeto social*, para atacar as desigualdades através de uma ampliação dos gastos sociais, fortalecimento e expansão de programas já existentes, e novos programas de Renda Básica Universal (RBU), como ocorreu com política social no período 1994-2015;
2. *projeto econômico*, para restabelecer o crescimento sustentado do qual o país foi capaz nas décadas pré-1980.

Listam vários programas necessários:

1. *investimentos maciços em projetos em benefício das populações marginalizadas*: água, saneamento, transporte público e educação e treinamento, ou seja, gastos com efeitos positivos tanto sobre a desigualdade como sobre o crescimento;
2. *reforma tributária*, ao mesmo tempo, racionalizadora do sistema de tributação e reorientadora da incidência em direção às classes de renda mais alta, tributando mais os ganhos do capital em comparação aos rendimentos do trabalho, além de superar a regressividade social do sistema de impostos indiretos;
3. *controle da mobilidade de capital*: depois de destruir a indústria com uma política de taxa de câmbio equivocada, não é adequado o Banco Central deixar a taxa de câmbio volátil, apreciando-se ao sabor dos fluxos financeiros: uma moeda nacional apreciada em decorrência de fluxos especulativos não é sinônimo de uma economia forte, antes pelo contrário;
4. *manutenção da depreciação recente moeda nacional*: criou a oportunidade para um compromisso com uma taxa de câmbio mais realista, capaz de dar segurança aos exportadores e industriais, e ser uma base para *a abertura gradual* da economia;
5. *manutenção da taxa de juros no baixo patamar atual*: confirmou a incoerência das exorbitantes taxas praticadas no Brasil, há décadas, estimulando fluxos especulativos, mas onerando os orçamentos públicos e inviabilizando o investimento;
6. *tomada de consciência de a austeridade fiscal não ser o instrumento-chave*, para a ressurreição da economia, como desde 2015 se convenceram ela levar ao crescimento.

Reformas sociais sem crescimento econômico, para as sustentar, têm fôlego curto. Variáveis instrumentais estão articuladas com variável-meta articulada à realidade há muito tempo ultrapassada.

A pandemia não interrompeu o que teria sido uma retomada. Na verdade, ela enterra de vez o tratamento neoliberal de uma economia estagnada. Depois de despencar, mal conseguia um crescimento de 1% ao ano. Obviamente, isto não é verdadeiro para todos os setores.

O setor exportador é o único capaz de escapar à crise de demanda interna atual. Assim, é pragmático protegê-lo. A agricultura, graças aos investimentos governamentais do passado, continuou prosperando. Deve-se preservá-la, mas é fundamental fazer o mesmo com a indústria e modernizar a infraestrutura brasileira.

Desde quando o Brasil parou de crescer, em 1980, outros países mostraram as políticas econômicas, inclusive as de curto prazo, fazem a diferença entre crescimento acelerado e estagnação. Com políticas corretas, é possível alcançar os países avançados em uma geração ou duas. Poderá a pandemia nos fazer tomar consciência da necessidade de *mudar nossas políticas econômicas e reorientá-las ao crescimento?*

Essa é a questão-chave do desenvolvimentismo contra o neoliberalismo anacrônico.

## Recapitulação

Este livro é resultante de uma terapia ocupacional durante o distanciamento social imposto pela pandemia. Em busca de mais conhecimento e atualização com novos fatos e dados, na minha área de especialização ou predileção – análise de sistemas macrossociais, em particular, o sistema econômico-financeiro –, organizei esta narrativa dos meus estudos e pesquisas em cinco capítulos.

Saíram mais longos em relação ao antes planejado por mim. É hora de fazer uma recapitulação em relação às principais hipóteses, testadas e comprovadas como “teses” com estatística ou argumentação lógica, afastando as rejeitadas.

Começo essa síntese da reflexão sobre “O Trabalho como Capital Acumulado” com Economia Comportamental para recapitular o dito no **primeiro capítulo**. O prazer, ao longo do processo de seleção natural, teve a função de aumentar as probabilidades de sobrevivência como comer comidas calóricas, dormir bem, aprender habilidades, conseguir apoio social e fazer sexo. Esse prazer também aumentava a motivação para repetir essas atividades até ficar saciado.

Atualmente, a pessoa pode ser estimulada por qualquer atividade prazerosa mesmo sem função de sobrevivência, como jogos, músicas, filmes, livros e danças. Ela é especialmente superativada por drogas como anfetaminas e heroína. É necessário aprender *o autocontrole*.

Quando vemos algo desejado, são acionadas as áreas cerebrais associadas tanto ao *prazer* quanto ao *medo*, por exemplo, de ficar sem dinheiro. *Se o pagamento for feito com moeda em espécie*, a sensação física de transferir cédulas de papel-moeda (ou o único cheque) pode nos levar a refletir melhor. Dói colocar a mão no bolso...

A prevenção de gente sobrevivente à base de O Trabalho, sugerida pela análise do endividamento excessivo, realizada no primeiro capítulo deste livro, é, caso não tiver autocontrole, *não usar*

*cartão de crédito*. Ele não desperta o *medo de perda*, de maneira tão palpável, e então facilita a compra de coisas caras e supérfluas.

Se o usar, o trabalhador necessita de Educação Financeira para aprender a fazer um uso consciente dele, sem “pagamentos a perder de vista” sobrepostos. É melhor forma de evitar o endividamento excessivo. Estima-se quase 80% das famílias terem dívidas realizadas com cartões de crédito.

Não pode se esquecer: “parcelamento da compra sem juros” leva à sobreposição de dívidas nos meses seguintes. Compromete o planejamento de ter um orçamento adequado, depois de investir, logo após o recebimento mensal de sua renda.

Inovações na área de pagamentos eletrônicos tendem a transformar os gastos em ato prazeroso e indolor de imediato. Mas podem pesar no orçamento, em médio prazo, causando sacrifício indesejado para si e sua família.

Enquanto há esses avanços tecnológicos, em paralelo, políticos reacionários e demagogos, propõem retrocessos institucionais. A ideia de tabelamento de juros nunca deu certo. É mais adequado incentivar maior competição, inclusive de lojas comerciais, no sistema de pagamentos do varejo.

A experiência histórica recente demonstra o papel relevante e insuperável do capitalismo comercial, articulado com o capitalismo industrial e cada vez mais fundido com o capitalismo financeiro. *Não são fases sucessivas, mas sim dimensões do complexo sistema capitalista emergente de múltiplas dimensões interativas.*

A vida nesse sistema é difícil, mas é *processual* em termos evolutivos. Os trabalhadores necessitam aprender a lidar com a sociedade de consumo – e dita “financeirizada”. Evitar usar dinheiro eletrônico se perder o controle sobre seus gastos. Atender apenas às necessidades básicas, de acordo com o padrão comportamental e/ou cultural de sua casta. Ao lado de planejamento financeiro, o comportamento sóbrio propicia gradativo enriquecimento para manter esse padrão de vida durante sua fase de vida inativa.

Além disso, os trabalhadores manuais e intelectuais devem compreender a barganha da cooperação mútua com os capitalistas

para progressivas conquistas econômico-financeiras e democráticas em termos de bem-estar social. Talvez não seja o caso de se precipitarem, seja diretamente, seja indiretamente em seus fundos de pensão, em associar-se à especulação em bolsa de valores.

No **segundo capítulo** deste livro, apresentei fatos e dados em defesa da hipótese de dar um passo conceitual além da visão minskyniana. A *metodologia transdisciplinar*, analítica de diferentes níveis de realidade, do terceiro termo incluído e de um sistema complexo, permite *superar a visão de fases do capitalismo*.

Em lugar da *dimensão temporal*, enfatizo a *dimensão espacial*. Em um corte do processo sistêmico evolutivo, no presente, percebe-se ele emergir de interações complementares e necessárias de vários subsistemas existentes: o sistema de pagamentos, o sistema de financiamento e o sistema de gestão de riqueza.

São *marcos institucionais* referentes ao capitalismo industrial, capitalismo comercial e capitalismo financeiro. São coexistentes – e não superados.

O significado de *sistema* é esclarecedor. É a reunião dos elementos, concretos ou abstratos, interligados de modo a formar um todo organizado. São sistematicamente relacionados se aplicados a uma área determinada de conhecimentos ou atividades.

Sistema constitui também um modo de organização institucional ou de estruturação administrativa, política, social e econômica de um Estado. As relações de dependência entre os distintos órgãos tecem e desempenham uma função vital no organismo total.

Então, qualquer conjunto constituído por elementos ou seções componentes do sistema capitalista se inter-relacionam. Está ligado de modo a propiciar seu funcionamento como um sistema articulado de financiamentos, pagamentos e gestão de riqueza, reunindo um conjunto de elementos de acordo com uma ordem determinada.

Por isso, Educação Financeira não se reduz à transmissão de experiências bem-sucedidas vivenciadas individualmente. A *visão holista*, para saber onde (e como) deve ser a inserção estratégica de

O Trabalho na configuração sistêmica a cada conjuntura, supera a *visão do individualismo metodológico*.

Por exemplo, um banco comercial tradicional oferece empréstimos de curto prazo, garantidos ou não por bens como as habitações e os bens duráveis de consumo financiados. Em alternativa ao crédito comercial de comprar a prazo de fornecedores e vender à vista para consumidores, os empréstimos bancários tomados por empresas não-financeiras, para capital de giro, seriam honrados à medida que os bens fossem vendidos.

Os trabalhadores, em geral, fazem alavancagem financeira, entrando com parcela de capital próprio, somente nas compras a prazo de seus bens duráveis de maior valor unitário: moradias e veículos. Nestes casos, os contratos de dívida bancária costumam ter cláusula de alienação fiduciária. O *devedor fiduciante* transfere ao *credor fiduciário* a propriedade do bem pretendido para aquisição até haver o pagamento completo da dívida. A inadimplência, nesses casos, é baixa.

A situação patrimonial dos bancos comerciais é financiada pela emissão de passivos de curto prazo. São produtos bancários os depósitos à vista em conta corrente, a prazo e de poupança, além das Letras de Crédito (LCI e LCA) e as Letras Financeiras de prazo maior (dois a cinco anos), adquiridos principalmente por Pessoas Físicas. São trabalhadores do Varejo de Alta Renda e ricos do *Private Banking*.

Daí surgiu a hipótese, no Estados Unidos, dada a elevação da desigualdade de riqueza, os 10% mais ricos estariam poupando e, indiretamente, financiando os gastos dos 90% mais pobres. Testei-a com dados empíricos se é pertinente ao sistema financeiro nacional. Descartei-a. Aqui, a maior parcela relativa de dívida pessoal é tomada pelos 10% mais ricos.

A administração de recursos de terceiros, via Fundos de Investimentos Financeiros, compete com a captação de *funding*. Recentemente, como mostrei no **terceiro capítulo**, bancos brasileiros desrespeitaram a "*chinese wall*" (separação entre dinheiro do banco e dinheiro dos clientes) e entupiram carteiras de fundos

administrados com debêntures de empresas não-financeiras, ou seja, *risco de crédito privado*. Foram lançadas por eles mesmos em operações estruturadas de mercado de capitais com esforços restritos e “garantia firme” de colocação.

A sobreposição de compromisso financeiro sobre ativo real, gerador de renda, cria *um novo tipo de capitalismo*, onde a detenção de patrimônio precisa ser continuamente validada. Isso, para Minsky, *contrasta fortemente com o estágio de capitalismo comercial*, quando os ativos de capital estavam completamente detidos. Neste, qualquer falha ocasional na geração de renda de capital bruta não ameaçava a existência do empreendedor.

Aí está minha divergência com *a visão faseológica* de Minsky.

Para ele, o *estágio do capitalismo financeiro* é bastante diferente porque um déficit dos lucros brutos coloca comportamentos divergentes dos investidores em movimento. Representa não só ameaças à firma, individualmente, mas, pode também comprometer todo o sistema, devido à *dinâmica da dívida deflacionada*.

Para mim, isso não é fundamentalmente distinto do ocorrido no denominado por ele de *estágio do capitalismo comercial*. Houve uma Grande Depressão deflacionária, logo após a Crise de 1929, e o sistema capitalista não ruiu. O nazifascismo provocou, em seguida, a Economia de Guerra. Esta buscou contrabalançar com aumento de produtividade laboral a destruição da riqueza. Ao “nivelar por baixo”, a desigualdade social diminuiu.

A reconstrução do pós-guerra, com intervenção estatal e socialdemocracia, propiciou uma longa Era de Desenvolvimentismo. Emergiram as castas dos trabalhadores organizados e dos sábios universitários. Durou até a *estagflação* dos anos 70. A Era Neoliberal, iniciada nos anos 80, levou à atual *estagdesigualdade*: estagnação da economia e concentração da riqueza financeira.

Mostrei, no terceiro capítulo, a acumulação de reservas financeiras por trabalhadores com formação universitária para a manutenção do mesmo padrão de vida durante suas aposentadorias. O planejamento da vida financeira é fundamental para se defender contra o progressivo corte de direitos na Previdência Social. A classe média incluída no segmento de clientes de Varejo de Alta Renda tem



de contar com seus próprios recursos na terceira-idade. Lastreia-os, principalmente, em títulos públicos.

Esse capítulo, focalizado na terceira função do sistema bancário – oferecer oportunidades de investimentos seguros, líquidos e rentáveis a seus clientes –, iniciou com uma análise crítica dos argumentos de Hyman Minsky, possível de ser estendida a todos os analistas da chamada “financeirização”. Discordei de tratar o *capitalismo financeiro* como uma fase demarcada e quase artificial ou contraditória ao desenvolvimento do *capitalismo industrial*, tendo esse já superado o *capitalismo comercial*.

Apresentei argumentos em defesa da hipótese de o *capitalismo ser um sistema complexo* emergente de interações de todas essas dimensões representadas por subsistemas: comercial, industrial e financeira. Sistema é a categorização de um conjunto de elementos de acordo com uma ordem determinada, no caso, a ordem capitalista.

No estudo do caso brasileiro, busquei dimensionar a chamada “classe média”, tratada como um rótulo impreciso ou demasiadamente largo em termos de renda, riqueza e Éthos cultural e político-ideológico. Analisei como o recente *crash* na riqueza financeira, seja em renda variável, seja em renda fixa, afetou as Finanças Pessoais dos distintos segmentos de clientes bancários. Optei pela estratificação social dos rendimentos e patrimônio líquido em castas de natureza ocupacional para a entender – e a medir nessas dimensões.

Essa investigação da riqueza financeira instigou-me a compará-la com outros ativos, ou seja, outras formas de manutenção de estoques de riqueza, em especial, a imobiliária. O Trabalho pode ser Capital Acumulado também neles.

Comprovei a hipótese de a “pejotização” favorecer o enriquecimento pelo aumento dos fluxos de renda recebida. Em todas as faixas de salários mínimos mensais, na série temporal (2015-2018), houve aumento dos percentuais de “pejotizados” em faixas superiores, indicando a mobilidade social proporcionada por esse instrumento, cuja finalidade principal é cortar os encargos trabalhistas pagos pelas empresas.

Revelei com dados das DIRPF o "*segredo do negócio*" para *enriquecimento na economia brasileira*. Aliás, é como acontece na economia norte-americana. Os contribuintes acumulam uma riqueza significativa ao *minimizar seus rendimentos tributáveis e maximizar seus rendimentos tributáveis exclusiva ou definitivamente na fonte e os isentos e não tributáveis*, especialmente estes últimos. Preferencialmente, evitam converter estoque de riqueza em renda, pelo resgate ser tributável, e optam sempre por isenções fiscais.

Obtive também a comprovação empírica de minha hipótese, levantada no Prefácio deste livro: *a renda mensal agregada de O Trabalho supera os rendimentos anuais somados de O Capital Financeiro*. No entanto, este é um resultado sistêmico. É necessário aprender com os mais ricos: eles recebem muito menos renda salarial em relação aos rendimentos de juros. Por isso mesmo eles são ricos!

Os "remediados" (abaixo de 30 salários mínimos) têm, em média, apenas 12% de seus rendimentos isentos por serem *lucros e dividendos recebidos*. Quanto mais pobre, maior peso está na *parcela isenta de aposentadoria de maior de 65 anos*.

Os "milionários", disparadamente, têm a maior participação (em média 44%) dos rendimentos isentos nos *lucros e dividendos recebidos*. Em seguida, de acordo com a transição para faixas mais ricas, aumenta a participação de *transferências patrimoniais por doações e heranças*. No topo da pirâmide, essa preservação da riqueza na família atinge 28%. A *parcela isenta de aposentadoria de maior de 65 anos* tem menor importância para os ricos.

Quanto ao estoque de riqueza per capita de cada casta de natureza ocupacional, revelei a disparidade da riqueza dos capitalistas rentistas, seguido (menos da metade) pelos proprietários de empresa. Suas médias são de baixo valor por serem diluídas por muitos declarantes relativamente pobres em relação aos demais membros de sua casta dos mercadores.

Os "párias" brasileiros são quantificados por exclusão: aqueles sem renda suficiente para tributada diretamente. Não são declarantes de imposto de renda por não terem um rendimento anual, em 2019, inferior a R\$ 28.559,70. Correspondia a um rendimento médio mensal abaixo de R\$ 2.380,00. Esta renda do trabalho é a média da

população ocupada brasileira – e se situa no decil [70%-80%] na hierarquia dos rendimentos.

Em 2018, os ocupados foram estimados em 91,6 milhões. Todos os declarantes, arbitrariamente classificados como membros das “castas” brasileiras, eram 1/3 deles. Excluindo a “casta dos inativos” (6,5 milhões ou 22% do total de declarantes em 2018), eram 23,7 milhões ou 26% dos ocupados. Os declarantes na força do trabalho total (169,4 milhões com 14 anos ou mais) representavam 18%.

Após a Era Social-Desenvolvimentista, a economia brasileira entrou em *estagdesigualdade*: estagnação econômica com aumento da desigualdade social pela concentração da riqueza financeira. Esta foi propiciada fundamentalmente pela disparatada taxa de juro básica.

Vislumbrei o reflexo dessa situação macroeconômica nas DIRPF de 2015 a 2018. Há correlação entre as variações anuais do total de Bens e Direitos declarados e a Selic acumulada em 252 dias úteis. Entre os *rendimentos sujeitos à tributação exclusiva ou definitiva* estão os de aplicações financeiras e entre os *isentos e não tributáveis* estarem os rendimentos de depósitos de poupança, LCI, LCA, etc.

Os movimentos dos *rendimentos tributáveis* se correlacionam mais com as variações anuais do PIB nominal. Estas sofrem influência da taxa de inflação, apesar de receberem o impacto da evolução do produto real.

Nos últimos quatro anos-calendários, foram crescentes as participações de ativos financeiros no total de Bens e Direitos nas DIRPF. Em 2018, representavam mais da metade (53%) de todas as formas de manutenção de riqueza por Pessoa Física.

Em contrapartida, as parcelas dos ativos imobiliários no total foram declinantes. Seus valores foram contabilizados em valor-histórico. Entram na DIRPF com o valor-de-aquisição e permanecem com ele até ser vendido. Ficam defasados em termos de valor-de-mercado atualizado para suas variações nominais serem taxadas.

Em uma sociedade brasileira afluyente, produtores ou consumidores financeiramente mais ricos, em busca de *status* para

sua mobilidade social, buscaram esnobar com residências grandiosas e luxuosas. Como essa imobilização de capital não é considerada riqueza em disponibilidade para a obtenção de liquidez, deixaram de ser tão ricos quanto poderiam ser. Optaram só pela *aparência de ricos*.

Trocaram grande parte da renda anual – e futura – apenas pelo privilégio de morar em um bairro ou condomínio de alto *status*. É postura diferente do vizinho morador em casa de valor similar, mas comprada apenas *depois* de ficar rico. Quem comprou sua residência antecipando em alguma data futura ficar rico, talvez nunca tenha alcançado uma verdadeira fortuna.

A cada ano é forçado a maximizar sua renda realizada e tributável só para conseguir pagar as contas domésticas. Não sobra nenhum dinheiro para investimento financeiro. Suas altas despesas familiares exigem o emprego total da renda recebida.

Nunca vai se tornar independente, em termos financeiros (líquidos), sem fazer investimentos capazes de se valorizarem, seja com capitalização feita por juros compostos, seja por valorização no mercado de ações, sem “realizar” (ou sacar) os rendimentos – e ser tributado. Então, a opção está entre escolher uma vida de elevados impostos e *status* aparente ou uma vida mais sóbria sem esnobismo.

Moradias em bairros ricos impõem o *mimetismo de elevado consumo*. Desde os impostos municipais sobre a propriedade até a pressão social para decorar a residência com objetos de arte, colocar os filhos em escolas particulares caras e adquirir casa-de-campo, casa-da-praia, carros, lanchas e até aeronaves, como os vizinhos ou os colegas, leva à roda-viva do “ganhar-e-gastar”.

Artigos de luxo acabam sendo apenas um fardo. Oferecem um prazer de ostentação só quando os compra – e felicidade maior quando consegue os vender por valor abaixo do comprado.

Além das mudanças dos componentes da riqueza de Pessoas Físicas de 2015 a 2018, chamei a atenção para a elevação em dez pontos percentuais da riqueza financeira delas em relação ao total de Haveres Financeiros. Eram menos de 2/3 e quase atingiram 3/4 do total. Elas são as maiores responsáveis pelo *funding* do crédito e pelo carregamento de títulos de dívida pública no Brasil.

Outro indicador relevante diz respeito ao aumento da proporção do estoque de riqueza pessoal em relação ao fluxo de renda a cada ano: de 120% para 135%. A famosa *inequação*, destacada por Thomas Piketty –  $r > g$ , onde o retorno do capital privado ( $r$ ) estaria consistentemente acima da taxa de crescimento nominal da economia ( $g$ ), indicando *concentração de riqueza*, não ocorreu em 2018.

Essa elevação ocorreu pela *capitalização dos ativos financeiros*, porque os demais ativos, tanto imobiliários, quanto outros bens e direitos, mantiveram proporções estáveis em relação às variações dos fluxos de renda. Daí conclui a minha *hipótese* de O Trabalho propiciar renda para o Capital Acumulado, não só para os capitalistas, mas também para os trabalhadores de alta renda, ter sido comprovada com fatos e dados. Enquanto continuar a se sustentar, é uma *tese científica*.

No **quarto capítulo**, voltei ao debate brasileiro em torno do *financiamento monetário do déficit fiscal*. Foi provocado pelas políticas econômicas em curto prazo para enfrentar os problemas socioeconômicos gerados pela crise sistêmica provocada pela pandemia em função do coronavírus.

Os “heterodoxos” se fundamentam na MMT (Teoria Moderna da Moeda). Ela é analiticamente correta, mas, como todas as teorias, tem suas limitações. Não é tão genérica a ponto de ser classificada como uma “Teoria Geral”, válida em todos os tempos, isto é, fases distintas dos ciclos, e os lugares.

A prática dedutível da MMT não é sempre válida. Por exemplo, não cabe aplicá-la – e não se sabe logo – quando se está se aproximando muito do “pleno emprego” – ou da “inflação verdadeira”.

Se provocar inflação, surge o *risco de eutanásia do rentista*. A fuga dos investidores pode provocar uma extrema depreciação da moeda nacional.

Os adeptos da MMT não devem esquecer “o crédito ser dirigido pela demanda”. Sem demanda efetiva, sustentada em longo prazo por um projeto nacional de retomada do crescimento econômico, a liquidez é represada em bancos pelos investidores.

A combinação da falta de investimentos públicos com o excesso de liquidez no mercado financeiro leva à *Grande Depressão deflacionária*. Com a taxa de juro quase zerada e consequente *inflação dos preços de ativos*, os consumidores adiam gastos, ou seja, poupam para recomposição patrimonial da reserva financeira destinada à aposentadoria.

Além disso, a política monetária deduzida da MMT pode ter grave consequência política. Se considerar como prescrição lógica dela “ser possível gastar à vontade”, inclusive para “comprar votos” dos assistidos mais pobres, os populistas de extrema-direita podem ser reeleitos. Desequilibra a competição democrática mais ainda. Por isso mesmo, os demais poderes da República (Legislativo e Judiciário) têm de controlar e fiscalizar o uso do dinheiro pelo Poder Executivo.

A dúvida de economistas neoliberais é se a nova realidade da Selic com rendimento real negativo, combinada a um *risco fiscal* de grandes proporções, levará os detentores de dívida pública a preferirem aplicações em dólar e ativos reais. Esse *risco cambial* é a costumeira ameaça referente à sustentabilidade da dívida pública.

Mostrei a maior parte dos trabalhadores do varejo de alta renda ter sua riqueza financeira para aposentadoria lastreada em títulos de dívida pública. O Estado nacional, emissor de moeda soberana, daria um calote nos seus credores, entre os quais os próprios tecnocratas da casta dos sábios?!

Discordei da hipótese de raiz pós-keynesiana: quando a economia voltar a crescer e o crédito bancário se expandir, “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”. Contra argumentei: todo o multiplicador monetário, gerado por expansão do crédito, expandirá o nível de reservas bancárias. São espécies de contas correntes dos bancos no Banco Central.

Uma pergunta-chave não foi realizada e assim não pode ser respondida no *debate sobre financiamento monetário do déficit fiscal*: qual seria a consequência econômico-financeira (e a viabilidade política) de se efetivar a ameaça de confiscar parte da riqueza financeira do varejo de alta renda e do *Private Banking*, isto é, das castas brasileiras? Retiraria o lastro dos títulos de dívida pública?

O Trabalho é capital acumulado... E deve adicionar mais valor em investimentos produtivos.

Enquanto o resto do mundo discute propostas de Renda Básica Universal, aqui se prioriza apenas cumprir a Lei da Responsabilidade Fiscal, o Teto de Gastos, a Regra de Ouro, a reforma da Previdência Social e fazer privatizações. Essa hegemonia ideológica neoliberal "já deu"! Resultou em quase 1/2 século de estagnação!

Para a sustentabilidade da dívida pública, importantes são o patamar e, principalmente, a trajetória da razão dívida/PIB. A avaliação adequada do impacto fiscal de certa medida não pode considerar apenas seu custo orçamentário inicial, mas também seus impactos sobre o PIB e a arrecadação tributária do governo.

Em *análise macroeconômica dinâmica*, as políticas capazes de aumentar o PIB, em proporção similar à do aumento do déficit e da dívida pública, podem ser consideradas *neutras*, sob o ponto de vista da solvência do Estado. Ao contrário de obter um equilíbrio contábil estático, no fim-de-ano, como pretendem os contabilistas-fiscalistas, os economistas bem-formados analisam qualquer medida fiscal em termos dinâmicos.

O confisco da riqueza financeira é uma ameaça permanente por parte do "ei você aí me dê seu dinheiro aí..." Outra ameaça é a economia brasileira permanecer travada pela *paranoia anticorrupção*. Muitos "Zé Regrinhas" sofrem distúrbio mental ao pensar obsessivamente em (ou suspeitar erroneamente de) Zé Corrupto estar tentando prejudicá-los. Inventam Regra de Ouro, Regra do Teto, etc.

Os "Zé Regrinhas" adoram a ideia de *confiscar dinheiro dos outros*, supostamente para resolver os problemas sistêmicos, mesmo sendo esses cíclicos, conjunturais ou transitórios. Contra o direito constitucional à propriedade privada, acham a aprovação de uma lei por bancadas fisiológicas dar poder de apropriação legal para o Estado, na verdade, o governo de plantão, de parte dos bens e direitos de quem seria culpado ou acusado de um crime social: "ter enriquecido".

Em princípio, a polícia faz *operação de confisco* a bens roubados. Há embargo ou captura de propriedade de quem infringe

algum tipo de lei vigente na época de seu enriquecimento. “Zé Regrinhas” já falam em ser preciso aumentar fortemente a carga tributária para fazer frente aos custos da pandemia, desconsiderando a oportunidade de financiamento monetário do déficit fiscal.

O correto é o *financiamento fiscal se fazer, no longo prazo, com crescimento* – e “não puxar cobertor curto, para descobrir a cabeça e cobrir os pés”. Com a perda de riqueza recente, seja pelo *crash* de março, seja pela depreciação da moeda nacional, sacrificar a ricos se arrisca a ser “*once for all*” ou “de uma vez por todas”. Por provocar fuga de capitais, empobrecerá ainda mais a economia brasileira.

A taxa de juro real negativa está provocando resgates de recursos de fundos de renda fixa, ampliação das captações líquidas em depósitos de poupança e depósitos a prazo, além da fuga de investimentos para o exterior.

Esse rearranjo nas carteiras dos investidores tem potenciais efeitos negativos sobre a estabilidade financeira. Podem representar um limite para a zeragem da taxa Selic, caso seja necessário ampliar ainda mais o barateamento dos encargos da dívida pública mobiliária e estimular a alta de preços contra o processo deflacionário.

*Deflação é situação pior se comparada à da inflação.* Com ela, os consumidores estão sempre adiando as compras à espera de menores preços. Os formadores de preços reagem, cortando o número de empregados, para baratear seus produtos e ficarem competitivos. Com menor massa de rendimentos, cai ainda mais a demanda agregada e agrava o processo denominado Grande Depressão deflacionária.

Para compensar as perdas de receita com operações de crédito, os bancos estão privilegiando operações estruturadas de mercado de capitais. Ganham comissões nos lançamentos primários de debêntures – e as mantêm em suas carteiras de títulos no lugar de títulos de dívida pública e da carteira de crédito. Ajudam, dessa forma, a inflacionar os preços de ativos existentes no mercado de capitais, fomentando bolhas, sem isso estimular a criação de ativos novos para a economia real.

O fato de a bolsa de valores estar voltando aos preços de ativos observados antes da pandemia, em um cenário de atividade



contracionista – e péssimos fundamentos micro e macroeconômicos –, é uma característica típica de bolha em mercado de ações. Não tem motivo econômico, para entrar na bolsa de valores, a não ser a especulação inspirada pela “sorte do iniciante”, quando ele entra em fase altista e fomenta a profecia autorrealizável.

Uma parte da poupança financeira vai se mexer. No Brasil, o portfólio, em geral, está muito concentrado em títulos públicos. O efeito do juro baixo é preparar a economia para o futuro ciclo de nova alavancagem financeira visando aumento da rentabilidade patrimonial.

A migração de recursos entre diferentes modalidades de investimento, causando uma *inflação de ativos*, costuma ser um dos elos da corrente usada por Bancos Centrais em todo o mundo para estimular as suas economias. O objetivo deles, não só o do Brasil, mas também de outros, é criar uma *reflação*.

Essa elevação de preços, em geral, começa com ativos, depois se transfere para o lado da economia real e, em algum momento, provoca *inflação de bens e serviços*. Esse último elo da corrente está muito frágil com o predomínio de uma ameaça de *deflação*, devido à Grande Depressão.

A política de afrouxamento monetário ainda não se transmitiu para a *inflação corrente*. Tal como no Japão, a economia globalizada se tornou rastejante por conta de preferência pela poupança.

Com o novo *choque deflacionário*, a atuação dos Bancos Centrais foi aplicar apenas uma *anestesia monetária*. Falta uma *ação fiscal*, de fato, para engatar os elos rompidos da corrente de fluxos de caixa a receber e a pagar.

A *inflação de ativos existentes* está ocorrendo, mas não sua passagem para a *inflação de bens e serviços*. O afrouxamento monetário está apenas evitando uma queda muito grande no nível geral dos preços.

No **quinto capítulo**, constatei o arranjo socialdemocrata do pós-guerra ter funcionado relativamente bem, enquanto a casta dos

sábios-universitários se aliou apenas com a casta dos trabalhadores organizados. Intelectualmente, deveria ser chamada de a Era de Keynes.

Mas essa etapa do sistema capitalista findou com a aliança dos sábios-tecnocratas com a casta dos militares, seja na Guerra do Vietnã, seja nas ditaduras militares latino-americanas. Com a estagflação, por conta de um ciclo esgotado com choque de preços do petróleo, a desaceleração econômica precipitou o desemprego e a agitação trabalhista dos anos 70. No fim dessa década, emergiu o sindicalismo do ABC no Brasil.

A Era Keynesiana foi seguida pela Era Monetarista de Milton Friedman. Foi caracterizada pelas elevadas taxas de juros e foco no controle da inflação, somadas à globalização e liberalização dos mercados.

Nessa Era Neoliberal da Globalização, emergiu o capitalismo de Estado chinês (ou socialismo de mercado), a partir das reformas de 1979. No novo milênio, quatro sucessivas vitórias eleitorais propiciaram o capitalismo de Estado neocorporativista brasileiro, com a aliança da casta dos sábios-universitários atuantes como tecnocratas com a casta dos trabalhadores organizados. Esta aliança, ameaçada de deposição, aliou-se com a casta dos mercadores e oligarcas-dinásticos governantes.

Notadamente, houve redução da desigualdade mundial e da pobreza em massa, seja pelo barateamento de bens de consumo durável propiciada pelas exportações chinesas para todo o mundo, seja por suas importações de bens básicos de países periféricos. Por exemplo, no caso brasileiro, a importação chinesa representa quase 1/3 da exportação, em destaque, soja, carne, minério de ferro, agora também petróleo.

Aqui, o *social-desenvolvimentismo*, uma mistura de socialdemocracia com o histórico desenvolvimentismo e ênfase em política social ativa, melhorou a distribuição de renda. Mas não teve fôlego para fazer nem uma reforma tributária progressiva nem uma reforma política para superar a fragmentação partidária e a reeleição, germes da corrupção.

No capítulo final, contrapus dois projetos nacionais apresentados em debate jornalístico para reerguer a economia brasileira e abrir caminhos para o bem-estar da sociedade: o *neoliberal* e o *desenvolvimentista*. Para isso, tomei como amostra uma série de artigos do editor-executivo do principal jornal econômico do país. Apresentei como alternativa à sua visão “liberista” (em defesa sobretudo da liberdade de mercado), a desenvolvimentista apresentada por professores da FEA/ USP também em uma série de artigos no mesmo jornal. Comentei seus argumentos.

Os desenvolvimentistas não se diferenciam dos neoliberais na *denúncia da história do Brasil*. Há consenso quanto à origem histórica de problemas persistentes por mais de 130 anos.

A *crítica à elite inominável* é comum entre o jornalista neoliberal e os professores desenvolvimentistas. Para uma análise sistêmica mais detalhada, tento discriminar dentro dessa “elite”, dividindo-a em castas por distintos Ethos culturais, rendas e riquezas. Têm valores morais e posicionamentos políticos diferentes entre si.

A diferença do desenvolvimentismo para o neoliberalismo se inicia com a defesa feita pelo primeiro da industrialização brasileira. O segundo, no fundo, defende a vocação agrícola do país até hoje, pregando plena abertura externa, para a importação dos produtos industriais, em lugar de dar incentivos fiscais e creditícios à instalação de multinacionais para produzirem e gerarem emprego no país.

Os desenvolvimentistas reconhecem a política social ativa ser necessária, mas é insuficiente. É necessária também a retomada do crescimento econômico, isto é, da renda nacional e do emprego massivo.

*Uma nação não se libera facilmente das mazelas herdadas de seu passado*. Ao contrário dos cúmplices da volta da Velha Matriz Neoliberal e, em seguida, do golpe de 2016, os representantes da casta dos sábios-universitários são mais democratas.

Uma grande diferença entre desenvolvimentistas e neoliberais é os primeiros, ao contrário dos últimos, não priorizarem a *política fiscal* face à *política cambial* e de *crédito* para retomada do crescimento.

Em relação ao longo prazo, e para o futuro não ser uma repetição das últimas décadas perdidas, *o país precisa de dois projetos*:

- *projeto social*, para atacar as desigualdades através de uma ampliação dos gastos sociais, fortalecimento e expansão de programas já existentes, e novos programas de Renda Básica Universal (RBU), como ocorreu com política social no período 1994-2015;
- *projeto econômico*, para restabelecer o crescimento sustentado do qual o país foi capaz nas décadas pré-1980.

Reformas sociais sem crescimento econômico, para as sustentar, têm fôlego curto. Variáveis instrumentais fiscais estão articuladas pelos neoliberais com a variável-meta "solvência do Estado" como a maior prioridade em lugar do efeito do crescimento do PIB sobre a DBGG.

A pandemia não interrompeu o que teria sido uma retomada. Na verdade, ela enterra de vez o tratamento neoliberal de uma economia estagnada. Depois de despencar, mal conseguia um crescimento de 1% ao ano.

A estagnação não é igual para todos os setores de atividade. O setor exportador é o único capaz de escapar à crise de demanda interna atual. Assim, é pragmático protegê-lo. A agricultura, graças aos investimentos governamentais do passado, continuou prosperando. Deve-se preservá-la, mas é fundamental fazer o mesmo com a indústria e modernizar a infraestrutura brasileira.

No meu livro *Mercados e Planejadores Imperfeitos* (Blog [Cidadania e Cultura](#); 2020), defendi já ter sido ultrapassada a fase da industrialização nascente e a economia brasileira ser bem diversificada. Agora, o melhor a ser feito pelo Estado é *investir em bem-estar da população pobre*. Visando a mobilidade social e a melhor distribuição de renda, o prioritário seria um plano habitacional decenal para acabar com o déficit (7,8 milhões de Unidades Habitacionais - UH) e atender a nova demanda anual de cerca de 400 mil domicílios familiares.

Em três mandatos consecutivos (12 anos) com contratação média de um milhão de UH/ano se alcançaria a meta de doze milhões UH. A conquista da própria moradia livrará 30% do orçamento doméstico de despesa com aluguel e representará o enriquecimento direto da família.

Não seria só o investimento em construção civil empregadora de mão-de-obra de baixa renda. Além da Caixa, o BNDES poderá priorizar o financiamento de um programa massivo, com planejamento conveniado entre os entes governamentais dos distintos níveis (municipais, estaduais e a União), para o *saneamento urbano*, a maior carência de toda a população pobre brasileira, principalmente no Norte e Nordeste. Teria impacto direto em saúde pública.

Cabe também ao BNDES o financiamento da mobilidade nas cidades (metrô e trens urbanos) e à Caixa a *urbanização das favelas*. Dotadas de todas as necessidades básicas – abertura e asfaltamento de ruas e avenidas, teleféricos, redes elétricas e de esgoto, abastecimento de água e coleta de lixo – elas se transformariam em bairros populares inclusive com segurança pública sem milicianos.

Junto com a construção de UH, exigir-se-ia dotar suas vizinhanças de postos de saúde, escolas públicas, delegacias policiais. Naturalmente, o comércio privado seria atraído para se instalar e explorar esse potencial de vendas.

A iniciativa privada interessará pela maior demanda popular só depois desses grandes investimentos sociais, para pobres (¼ da população brasileira), terem sido planejados, coordenados e apoiados por um Estado social-desenvolvimentista. Seus planejadores deverão priorizar essa série de setores ligados à cadeia da construção civil e projetos de infraestrutura social – e não mais conceder incentivos fiscais ou creditícios para industriais ricos... e golpistas.

Desde quando o Brasil parou de crescer, em 1980, outros países mostraram as políticas econômicas, inclusive as de curto prazo, fazerem a diferença entre crescimento acelerado e estagnação. Com políticas corretas, é possível alcançar os países avançados em uma geração ou duas. Poderá a pandemia nos fazer tomar consciência da

necessidade de *mudar nossas políticas econômicas e reorientá-las ao crescimento?*

Essa é a questão-chave do desenvolvimentismo contra o neoliberalismo anacrônico.

Na atual pandemia, as castas brasileiras de natureza ocupacional se sentiram ameaçadas por contaminação do vírus no contato com “os párias”: seus servidores de trabalho manual. Aí perceberam, de fato, sem cooperação mútua não haver futuro saudável.

Para finalizar, uma nota de esperança. Líderes populistas de direita, como Trump e Bolsonaro, reagiram pior à epidemia de covid-19. Os eleitores, segundo pesquisas, não os perdoarão por essa atitude.

Em contraponto, Ângela Merkel – detestada por Trump e outros líderes populistas – teve atitude adequada. O contraste entre o desempenho de Merkel e o dos populistas demonstra a capacidade de entender as evidências científicas ser um requisito para um líder respeitável.

A premiê alemã tem doutorado em Química. Trump é um incorporador imobiliário e Bolsonaro é um ex-capitão do Exército. Merkel conseguiu agir de acordo com a formação científica de sua casta dos sábios. Os representantes da casta dos mercadores e da casta dos militares adotaram *o negacionismo científico*. Está explicado...

## Anexo Estatístico

Resumo das Declarações Por Faixa de Rendimentos Totais (em salários mínimos) Valores em R\$ milhões

Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Rendimentos Totais em %	Patrimônio Líquido em %	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$	Doações e Heranças	Doações e Heranças em %	Doações e Heranças Per Capita
Até 1/2	1.369.076	4,5%	0,0%	2,0%	128.312,95	33,98	0,0%	24,82
De 1/2 a 1	624.019	2,1%	0,2%	0,7%	95.461,07	15,35	0,0%	24,59
De 1 a 2	1.679.764	5,5%	1,0%	1,9%	97.227,83	80,56	0,1%	47,96
De 2 a 3	4.660.099	15,4%	4,4%	4,4%	81.916,46	195,00	0,2%	41,85
De 3 a 5	8.290.113	27,4%	11,9%	7,6%	79.374,75	841,13	0,9%	101,46
De 5 a 7	4.390.660	14,5%	9,6%	6,2%	121.340,23	1.578,26	1,7%	359,46
De 7 a 10	3.306.828	10,9%	10,2%	6,9%	179.160,89	2.541,14	2,7%	768,45
De 10 a 15	2.541.487	8,4%	11,4%	8,3%	281.556,23	3.749,61	4,0%	1.475,36
De 15 a 20	1.169.498	3,9%	7,4%	6,1%	449.475,01	3.194,20	3,4%	2.731,26
De 20 a 30	1.075.552	3,6%	9,6%	8,8%	703.015,07	5.539,43	5,9%	5.150,31
De 30 a 40	487.374	1,6%	6,2%	6,2%	1.103.126,63	4.373,53	4,6%	8.973,66
De 40 a 60	356.811	1,2%	6,3%	7,2%	1.730.065,24	6.716,37	7,1%	18.823,34
De 60 a 80	123.515	0,4%	3,1%	4,0%	2.774.204,31	4.634,02	4,9%	37.517,89
De 80 a 160	125.552	0,4%	5,0%	7,3%	5.008.997,06	10.626,23	11,3%	84.636,12
De 160 a 240	29.755	0,1%	2,1%	3,4%	9.943.284,06	5.687,10	6,0%	191.130,91
De 240 a 320	12.812	0,0%	1,3%	2,1%	14.422.065,49	3.599,79	3,8%	280.970,35
Mais de 320	26.099	0,1%	10,2%	16,9%	55.917.226,54	40.685,63	43,2%	1.558.896,00
<b>Total</b>	<b>30.269.014</b>	<b>100%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100%</b>	<b>285.024,53</b>	<b>94.091,33</b>	<b>100%</b>	<b>3.108,50</b>

Fonte: DIRPF 2019-AC 2018 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Resumo das Declarações Por Faixa de Rendimentos Totais (em salários mínimos) Valores em R\$ milhões

Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Rendimentos Totais em %	Patrimônio Líquido em %	Patrimônio Líquido Per Capita em R\$	Doações e Heranças	Doações e Heranças em %	Doações e Heranças Per Capita
Até 1/2	1.351.834	4,6%	0,0%	2,4%	140.642,51	3,03	0,0%	2,24
De 1/2 a 1	640.769	2,2%	0,2%	0,7%	89.903,24	7,89	0,0%	12,31
De 1 a 2	1.578.831	5,4%	0,9%	2,0%	100.952,16	47,69	0,0%	30,21
De 2 a 3	4.437.466	15,2%	4,3%	5,2%	94.597,58	120,15	0,1%	27,08
De 3 a 5	7.945.451	27,3%	11,8%	7,7%	77.645,63	649,31	0,6%	81,72
De 5 a 7	4.220.858	14,5%	9,5%	5,6%	106.777,55	1.326,95	1,3%	314,38
De 7 a 10	3.192.689	11,0%	10,2%	7,1%	178.559,61	2.254,29	2,1%	706,08
De 10 a 15	2.429.334	8,3%	11,3%	7,3%	242.556,49	3.384,67	3,2%	1.393,25
De 15 a 20	1.128.245	3,9%	7,4%	6,6%	468.713,76	2.936,48	2,8%	2.602,70
De 20 a 30	1.037.001	3,6%	9,6%	8,2%	641.482,46	5.027,88	4,8%	4.848,49
De 30 a 40	466.460	1,6%	6,1%	6,2%	1.071.635,84	4.088,95	3,9%	8.765,92
De 40 a 60	352.400	1,2%	6,5%	7,1%	1.635.788,32	6.284,51	6,0%	17.833,45
De 60 a 80	125.910	0,4%	3,3%	4,0%	2.541.144,41	4.393,61	4,2%	34.894,82
De 80 a 160	127.080	0,4%	5,2%	7,4%	4.683.366,13	10.077,40	9,5%	79.299,68
De 160 a 240	29.341	0,1%	2,2%	3,4%	9.302.096,85	5.244,26	5,0%	178.735,00
De 240 a 320	12.670	0,0%	1,3%	2,1%	13.658.606,92	3.336,60	3,2%	263.346,21
Mais de 320	25.177	0,1%	10,0%	17,1%	54.734.987,18	56.417,16	53,4%	2.240.821,32
<b>Total</b>	<b>29.101.516</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>277.077,93</b>	<b>105.600,84</b>	<b>100%</b>	<b>3.628,71</b>

Fonte: DIRPF 2018-AC 2017 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Resumo das Declarações Por Faixa de Rendimentos Totais (em salários mínimos)						Valores em R\$ milhões		
Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Rendimentos Totais em %	Patrimônio Líquido em %	Patrimônio Líquido Per Capta em R\$	Doações e Heranças	Doações e Heranças	Doações e Heranças Per Capita
Até 1/2	1.304.128	4,7%	0,0%	2,3%	131.306,60	1	0,0%	1,01
De 1/2 a 1	588.273	2,1%	0,2%	0,6%	81.690,06	6	0,0%	10,70
De 1 a 2	1.360.094	4,9%	0,8%	1,7%	96.705,35	40	0,0%	29,62
De 2 a 3	3.994.153	14,3%	4,0%	5,0%	94.363,61	99	0,1%	24,78
De 3 a 5	7.605.675	27,2%	11,4%	7,1%	70.005,12	543	0,6%	71,45
De 5 a 7	4.219.050	15,1%	9,6%	5,8%	103.363,83	1.120	1,3%	265,36
De 7 a 10	3.202.633	11,4%	10,2%	7,9%	186.250,31	2.024	2,4%	632,13
De 10 a 15	2.441.109	8,7%	11,4%	8,0%	247.110,85	3.081	3,7%	1.262,08
De 15 a 20	1.121.037	4,0%	7,4%	6,0%	405.881,97	2.707	3,2%	2.414,55
De 20 a 30	1.038.518	3,7%	9,7%	8,9%	643.355,30	4.759	5,6%	4.582,88
De 30 a 40	449.733	1,6%	5,9%	5,7%	958.945,62	3.853	4,6%	8.568,18
De 40 a 60	354.401	1,3%	6,6%	7,0%	1.494.719,04	6.018	7,1%	16.981,11
De 60 a 80	127.976	0,5%	3,4%	4,0%	2.354.230,08	4.250	5,0%	33.209,57
De 80 a 160	128.933	0,5%	5,3%	7,3%	4.249.605,17	9.724	11,5%	75.420,98
De 160 a 240	29.514	0,1%	2,2%	3,2%	8.222.563,18	5.297	6,3%	179.483,52
De 240 a 320	12.635	0,0%	1,3%	2,1%	12.512.064,16	3.148	3,7%	249.113,40
Mais de 320	25.785	0,1%	10,5%	17,2%	50.199.232,16	37.723	44,7%	1.462.985,79
<b>Total</b>	<b>28.003.647</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>268.696,37</b>	<b>84.395</b>	<b>100%</b>	<b>3.013,72</b>

Fonte: DIRPF 2017-AC 2016 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Resumo das Declarações Por Faixa de Rendimentos Totais (em salários mínimos)						Valores em R\$ milhões		
Faixa de Salário Mín. Mensal	Qtde Declarantes	Em %	Rendimentos Totais em %	Patrimônio Líquido em %	Patrimônio Líquido Per Capta em R\$	Doações e Heranças	Doações e Heranças	Doações e Heranças Per Capita
até 1/2	1.301.366	4,7%	0,0%	1,7%	83.524,70	1	0,0%	0,61
de 1/2 a 1	573.674	2,1%	0,2%	0,5%	60.779,23	4	0,0%	7,22
de 1 a 2	1.227.268	4,5%	0,7%	1,9%	102.714,30	29	0,0%	23,65
de 2 a 3	3.278.035	11,9%	3,2%	3,5%	70.205,87	77	0,1%	23,41
de 3 a 5	7.403.868	26,9%	10,7%	7,2%	63.769,67	394	0,4%	53,25
de 5 a 7	4.339.708	15,8%	9,4%	6,0%	90.440,98	981	1,1%	226,01
de 7 a 10	3.352.450	12,2%	10,2%	6,8%	131.612,55	1.839	2,1%	548,43
de 10 a 15	2.536.352	9,2%	11,3%	8,3%	212.621,11	2.928	3,3%	1.154,37
de 15 a 20	1.180.520	4,3%	7,4%	6,1%	338.156,44	2.619	2,9%	2.218,41
de 20 a 30	1.086.611	3,9%	9,6%	8,6%	519.281,97	4.488	5,0%	4.130,16
de 30 a 40	489.421	1,8%	6,1%	6,0%	798.102,48	3.723	4,2%	7.606,86
de 40 a 60	389.811	1,4%	6,9%	7,5%	1.251.947,10	5.804	6,5%	14.889,47
de 60 a 80	142.916	0,5%	3,6%	4,3%	1.985.639,53	4.241	4,7%	29.673,20
de 80 a 160	141.451	0,5%	5,6%	7,7%	3.559.163,64	9.891	11,0%	69.924,40
de 160 a 240	32.329	0,1%	2,3%	3,5%	7.073.756,45	5.516	6,2%	170.607,65
de 240 a 320	13.753	0,0%	1,4%	2,2%	10.448.542,81	3.485	3,9%	253.408,57
mais de 320	29.311	0,1%	11,5%	18,2%	40.485.028,08	43.618	48,7%	1.488.119,01
<b>Total</b>	<b>27.518.844</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>237.410,18</b>	<b>89.637</b>	<b>100%</b>	<b>3.257,28</b>

Fonte: DIRPF 2016-AC 2015 (elaboração Fernando Nogueira da Costa)



## Bibliografia

ALÉM, Ana Cláudia e MADEIRA, Rodrigo Ferreira. *Instituições Financeiras Públicas de Desenvolvimento e Financiamento em Longo Prazo*. Rio de Janeiro; Revista do BNDES 43; junho de 2015.

ARAÚJO, Victor Leonardo F. C. de; CINTRA, Marcos Antônio Macedo; ACIOLY, Luciana; e CALIXTRE, André. *Banco do Brasil, BNDES e Caixa Econômica Federal: atuação dos bancos públicos federais no período 2003-2010*. Distrito Federal; Comunicado do IPEA n. 105, 10 de agosto de 2011.

FURTADO, Celso. Prefácio à Edição Francesa. *Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.

HARARI, Yuval Noah. *21 lições para o século 21*. São Paulo: Companhia das Letras; 2017.

LUNDBERG, Eduardo Luís. *Bancos Oficiais e Crédito Direcionado: O Que Diferencia o Mercado de Crédito Brasileiro?* Brasília; Trabalho para Discussão nº 258 do Banco Central do Brasil: novembro 2011 p. 1-39.

LUQUE, Carlos; SILBER, Simão & ZAGHA, Roberto. A economia é uma ciência? *Valor*, 26/07/2018.

LUQUE, Carlos; SILBER, Simão; LUNA, Francisco Vidal & ZAGHA, Roberto. Reagindo à Crise. *Valor*, 13/04/2020.

LUQUE, Carlos; SILBER, Simão; LUNA, Francisco Vidal & ZAGHA, Roberto. Reconstrução da Economia Brasileira. *Valor*, 19/05/2020.

LUQUE, Carlos; SILBER, Simão; LUNA, Francisco Vidal & ZAGHA, Roberto. Desenvolvimento sem Crescimento. *Valor*, 08/06/2020.

LUQUE, Carlos; SILBER, Simão; LUNA, Francisco Vidal & ZAGHA, Roberto. O desafio da desigualdade. *Valor*, 01/07/2020.

MARX, Karl. *O Capital: Crítica da Economia Política*. São Paulo: Abril Cultural; 1983.

MODENESI, André de Melo, SILVA, Tarciso Gouveia da Silva, CASTOR, Kamaiaji de Souza e MODENESI, Rui Lyrio. *"The Brazilian Banking*

*Industry: Evolution, Concentration, and Competition After the 1990s*". Edited by J. Dávila, J. Kerstenetzky, A. M. Modenesi e W. Baer. *Brazil's Economy: Análise Institucional and Sectoral Approach*. London-New York; Routledge: 2018.

MINSKY, Hyman. *Estabilizando uma Economia Instável*. Osasco-SP: Novo Século Editora; 2009.

PIKETTY, Thomas. *O Capital no Século XXI*. Rio de Janeiro: Intrínseca; 2014.

POLANYI, Karl. *A Grande Transformação: Questões de Interpretação*. Lisboa: Edições 70; 2012.

PRIESTLAND, David. *Uma Nova História do Poder: Comerciante, Guerreiro, Sábio*. São Paulo: Companhia das Letras; 2014.

ROMERO, Cristiano. A virtude está no meio. *Valor*, 29/04/2020.

ROMERO, Cristiano. A Economia Frankenstein. *Valor*, 06/05/2020.

ROMERO, Cristiano. Brasil não consegue superar modelo dos 80. *Valor*, 13/05/2020.

ROMERO, Cristiano. Sociedade fundada no ódio não às minorias, mas à maioria. *Valor*, 20/05/2020.

ROMERO, Cristiano. Por que caçamos da própria desgraça? *Valor*, 27/05/2020.

ROMERO, Cristiano. O dissenso do Consenso de Washington. *Valor*, 03/06/2020.

ROMERO, Cristiano. A história dos naufrágios mostra que a âncora é fiscal. *Valor*, 17/06/2020.

ROMERO, Cristiano. Brasil: o destino de nunca ser liberal. *Valor*, 24/06/2020.

ROMERO, Cristiano. Uma economia marcada pela concentração. *Valor*, 01/07/2020.

ROMERO, Cristiano. A difícil arte de romper com passado. *Valor*, 08/07/2020.

STANLEY, Thomas e DANKO, William. *O milionário mora ao lado: os surpreendentes segredos dos ricos norte-americanos*. São Paulo: Manole, 1ª. edição brasileira, 1999.

WOLF, Martin. A democracia fracassará se não agirmos como cidadãos. *Financial Times*. Londres, 07/07/2020.

WRAY, Randall. *O que os bancos devem fazer? Uma análise minskiniana*. Análise da pesquisa de Hyman Minsky em *Reconstituting the United States' Financial Structure* [Reconstituindo a Estrutura Financeira dos Estados Unidos]. Instituto Levy; 10/09/2010.

## Sobre o Autor

Fernando Nogueira da Costa é Professor Titular do IE-UNICAMP, onde é professor desde 1985.

Participou da direção estratégica de empresa pública como Vice-presidente de Finanças e Mercado de Capitais da Caixa Econômica Federal, entre fevereiro de 2003 e junho de 2007. No mesmo período, representou a Caixa como Diretor-executivo da FEBRABAN - Federação Brasileira de Bancos.

Publicou os livros *Ensaio de Economia Monetária*, em 1992, *Economia Monetária e Financeira: Uma Abordagem Pluralista*, em 1999, finalista do Prêmio Jabuti, *Economia em 10 Lições*, em 2000 – esses dois com segunda edição digital –, *Brasil dos Bancos*, em 2012 pela EDUSP (Primeiro Lugar no XVIII Prêmio Brasil de Economia do COFECON - Conselho Federal de Economia em 2012 e finalista do Prêmio Jabuti 2013 na área de Economia, Administração e Negócios), *Bancos Públicos do Brasil* (FPA-FENAE, 2016), *200 Anos do Banco do Brasil: 1964-2008* (2008, edição eletrônica), *Métodos de Análise Econômica* (Editora Contexto: 2018); *Ensino de Economia na Escola de Campinas: Memórias* (IE-UNICAMP: 2018); *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar* (IE-UNICAMP; 2018), vinte e sete livros eletrônicos, inúmeros capítulos de livros e artigos em revistas especializadas. Coordenou e escreveu capítulos do livro sobre *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil* (ABECS).

Palestrante com mais de duzentas palestras em Universidades, Sindicatos, Associações Patronais, Bancos, etc. Coordenador da área de Economia na FAPESP de 1996 a 2002.

Publicou artigos em jornais de circulação nacional. Atualmente, posta em conhecidos sites como GGN, Brasil Debate e CartaMaior.

Seu blog (<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>), desde 22/01/2010, recebeu mais de 8,6 milhões visitas.