

FERNANDO NOGUEIRA DA COSTA

SEGREDO DO NEGÓCIO CAPITALISTA

ALAVANCAGEM FINANCEIRA

[HTTPS://FERNANDONOGUEIRACOSTA.WORDPRESS.COM](https://fernandonogueiracosta.wordpress.com)

© Blog Cultura & Cidadania – 2021

Fernando Nogueira da Costa

COSTA, Fernando Nogueira da

Segredo do Negócio Capitalista.
Campinas, SP: Blog Cultura & Cidadania, 2021.
272 p.

1. Alavancagem Financeira. 2. Risco Sistêmico.
3. Riqueza Financeira. 4. *Funding* do Crédito
I. Título.

330

Sumário

Prefácio	5
Parte I - Risco Financeiro Sistêmico	11
Capítulo 1. Alavancagem Financeira	12
Introdução	12
O que é Alavancagem?	13
Perigo de Alavancagem Excessiva	18
Papel da Alavancagem em Condições Normais	19
Papel da Alavancagem em Tempos de Crise	23
Seguro contra Riscos para Investimentos Alavancados	27
Escalas de Alavancagem no Sistema Financeiro	30
Escalas de Alavancagem em Níveis Nacionais	31
O que são MBAs?	32
O que os MBAs podem fazer e outras abordagens não podem	34
O que os MBAs não podem fazer	36
Fracasso da Economia Tradicional e a Necessidade de MBAs	37
Impactos Secundários e o Contexto Global	41
Capítulo 2. Crise do Sistema Econômico-Financeiro	43
Introdução	43
O que está em jogo em uma Crise Financeira?	46
Modelo Baseado em Agentes [MBA]	49
Como ocorre um Travamento da Alavancagem?	52
Principais Conclusões e Limites Inerentes do MBA	54
Alavancagem e Risco Sistêmico	57
Parte II - Estudo de Caso do Brasil	62
Capítulo 3. Geração e Concentração da Riqueza Financeira	63
Introdução	63
Concentração da Riqueza Financeira Per Capita no Ano do Golpe	70
Viés da Auto Atribuição de Riqueza Imobiliária (e Imobilizada)	73
Estagdesigualdade: Estagnação do Fluxo de Renda e Concentração do Estoque de Riqueza	78
Acumulação de Riqueza Financeira com Juros Compostos e Especulação com Ações	83
Administração de Recursos de Terceiros em Fundos	87
Crash de Março de 2020 e Efeito Pobreza	92
Efeito Colateral do Crash: MtM dos Fundos de Crédito Privado	96
Priva-te de Private	104
Preferência por Investimentos Financeiros: Motivo Aposentadoria	110
Capítulo 4. Geração de Funding do Crédito	115
Introdução	115
Crise Pandêmica sem Risco Sistêmico Financeiro	118

Fontes de Financiamento em Riqueza Pessoal e Corporativa	120
Sistema Financeiro Complexo para Aplicar, Empréstimo e Pagar	123
Circuito Monetário-Financeiro em Sistema Complexo.....	130
Disputa entre Fontes de Financiamento, Fundos, Debêntures e Ações.....	140
Cartão de Crédito contra Poupança	146
Capítulo 5. Regulação da Razão de Alavancagem	153
Introdução	153
Avaliação de Risco da Bancarrota.....	155
Contingente Conversível (IHCD) sob a Ótica de Basileia III	157
Conceitos e Metodologias.....	162
Exemplo da Regulamentação do Banco Central do Brasil	169
Capítulo 6. Agenda 21: Responsabilidade Socioambiental.....	176
Introdução	176
Breve História da Consciência Ambientalista	179
Estudo de Caso: Agenda 21 do Banco do Brasil	186
Greenwashing	199
Riscos 3C: Covid, Cripto e Clima.....	208
Riscos Sociais, Ambientais e Climáticos	221
Considerações Finais	230
Apêndice. Evolução da Riqueza Financeira dos Segmentos de Clientes segundo ANBIMA	237
Anexo Estatístico. Valor 1000 Maiores Empresas	247
Referências Bibliográficas	265
Obras do Autor com links para download	267
Sobre o Autor	272

Prefácio

Um amigo inteligente e ambientalista – duas qualidades não incompatíveis – soltou uma *meme*, alertando “com todo o respeito aos economistas do nosso grupo (de Whatsapp)”. Citou o David Attenborough: “quem acredita em crescimento infinito, em planeta fisicamente finito, ou é louco ou é economista”.

Sabendo não perder o amigo por causa da (resposta à) piada, disse-lhe: “crescimento de renda e emprego não depende só de recursos naturais, exceto em país agrário exportador. Os ambientalistas até hoje não sabem a tecnologia ter falseado o malthusianismo. No século XIX, a população não podia crescer. Hoje, a economia não pode crescer. E a miséria continua... inclusive a da filosofia”.

O Gênio na Garrafa é um conto de fadas alemão, recolhido pelos Irmãos Grimm e publicada em 1819, na segunda edição dos “Contos de Grimm”. Quando um filho de lenhador abriu a garrafa, encontrada na floresta, um gênio gigante saltou de dentro dela e ameaçou matá-lo. O jovem, então, desafiou o gênio, dizendo ele não ter a capacidade de voltar para dentro da garrafa.

O gênio, para mostrar sua onipotência (sem onisciência), reentrou na garrafa... E o menino tampou a garrafa novamente. O gênio, surpreendido, começou a implorar para ele lhe libertar, oferecendo-lhe em troca muitas riquezas.

O menino o libertou. Este deu-lhe um tecido especial, de um lado, capaz de transformar qualquer objeto em prata pura e, de outro lado, possível de curar qualquer doença.

De imediato, transformou o seu machado em prata, mas assim ele não serviu para cortar lenha. O pai ficou extremamente decepcionado. O garoto resolveu vender o machado e conseguiu dinheiro muito além o necessário para pagar o inútil machado.

Daí o menino voltou para a escola e se tornou um médico bem-sucedido. Com a ajuda de seu tecido mágico, ele curava todas as doenças.

A relação de semelhança entre dois termos ocasiona uma transferência de significados, estabelecida através de uma comparação implícita. Metáfora é uma figura de linguagem com a qual se transfere o nome de uma coisa para outra possível estabelecer uma relação de comparação.

Para essa comparação ocorrer, no caso, o sistema capitalista seria “o gênio a ser recolocado na garrafa”. O Consenso de Washington redefiniu as regras do jogo para liberar a economia global em 1989 – quando “o muro de Berlim” caiu e o capitalismo de estilo ocidental superou a Guerra Fria – já na Era do Neoliberalismo.

“O gênio fora da garrafa” hoje é criticado por exacerbar as desigualdades e perpetuar a subordinação do sul ao norte do globo terrestre. O neoliberalismo culminou em um colapso econômico global, duas vezes, primeiro em 2008 e depois em 2020, quando a epidemia quase derrubou o sistema financeiro do qual quase todo o mundo participa.

Mnemônico é um conjunto de técnicas utilizadas para auxiliar o processo de memorização. Consiste na elaboração de suportes como palavras ou frases relacionadas com o assunto pretendido memorizar.

O Consenso de Washington, em vez de latir *au, au, au*, clama *ã, ã, ão*. Em contraponto a ele, pregando desregulamentação, privatização e liberalização (do comércio mundial), o Consenso de Cornualha, refletindo os compromissos expressos na reunião da cúpula do G7, em condado no sudoeste de uma península da Inglaterra, realizada em junho de 2021, defende revitalizar o papel econômico do Estado, construir solidariedade internacional, e reformar a governança global no interesse do bem comum.

É possível relacionar esse novo Contrato Social à sigla ESG, ou melhor, em português ASG: Ambiente, Sociedade e Governança? E misturá-los com os riscos “3Cs”: Covid-19, Criptomoeda (símbolo da especulação para enriquecimento de poucos em lugar de crescimento com menor desigualdade na distribuição de renda), e Clima em colapso?

Uma empresa, para ser de fato ESG, necessita na área ambiental (E): fazer uso racional dos recursos naturais; preservar a biodiversidade; reduzir a emissão de gases de efeito estufa; zerar

desperdícios; buscar a plena eficiência energética; tratar resíduos sólidos.

Na área social (S) precisa: melhorar as condições e as relações de trabalho; estimular políticas de inclusão e diversidade dentro e fora da empresa; proporcionar treinamento adequado para os funcionários; garantir a privacidade e a segurança de dados de funcionários e clientes; promover impacto positivo na comunidade onde atua.

Em relação à governança corporativa (G), a exigência é: preservar a independência do Conselho de Administração (CA); adotar critérios de diversidade na escolha dos membros do CA; garantir remuneração justa e racional para todo o corpo funcional; seguir condutas éticas e anticorrupção nos negócios; praticar transparência fiscal; impedir casos de assédio, discriminação e preconceito.

Para enterrar de vez o Consenso de Washington, esses três tripés progressistas poderão ser sintetizados em:

1. solidariedade internacional contra a desigualdade com os países ricos assumindo a meta de vacinação de toda a população mundial contra a covid-19;
2. aumento do investimento estatal, canalizado por meio de novos mecanismos contratuais e institucionais, inclusive CBDC (Moeda Digital do Banco Central), em todo o mundo, para agir contra o “dinheiro sujo” e em favor da recuperação econômica pós-pandemia;
3. criação de nova instituição multilateral e transdisciplinar – um centro de pesquisa científica e econômica – focado na missão de descarbonizar a economia.

(Sobre)vivemos a uma *epidemia*. Vimos a manifestação coletiva de uma doença virótica, capaz de rapidamente se espalhar, por contágio direto ou indireto, até atingir um grande número de pessoas em todo o planeta. Só depois da vacinação massiva da população mundial seu risco se extinguirá.

O *pandemônio da pandemia* provocou, inclusive, desestruturação econômico-financeira. No Brasil, como mostrarei no estudo de caso a ser feito na segunda parte deste livro, nenhuma opção de renda fixa assegurou ganho real para o investidor em 2021. Pelo contrário: os índices IRF-M e IMA-B, representando cestas de títulos públicos, estão negativos, nominalmente, em quase 6% no ano.

Isso é efeito da atualização dos preços (MtM) no mercado secundário. Somente no fim do prazo de vencimento, os papéis pagarão aquilo contratado pelo investidor.

Como alternativas, dólar e euro apareciam com ganhos anuais nominais de 8% e 2,8% no fim de outubro de 2021. Já o Ibovespa tinha queda de mais de 11% no ano. Na liderança disparada estava o *bitcoin*: 122% no ano. Mostrava o retorno oferecido para iludir e compensar o elevadíssimo risco de especulação com a *criptomoeda*.

Mesmo com o último aumento da Selic, para 7,75% ao ano, no fim de outubro de 2021, os investidores ainda sofriam com *juros reais negativos*, pois a inflação em 12 meses já tinha superado os dois dígitos. Em 12 meses, o IPCA-15 registrava variação de 10,34%.

Tanto na saúde pública, quanto na saúde financeira, *vírus e bactérias* no meio ambiente podem se espalhar pelo contato indireto, ou seja, pela contaminação de superfícies e objetos compartilhados por pessoas infectadas com pessoas saudáveis. De forma análoga, *rumores e boatos* contaminam as decisões financeiras de investimento.

Quando uma pessoa está infectada por um vírus, seus fluidos corporais contêm a presença do germe. Quando esse indivíduo tosse ou espirra, as gotículas de suas secreções caem e contaminam as diferentes superfícies.

Se uma pessoa saudável entrar em contato com essas superfícies e depois tocar sua boca, nariz ou olhos, sem lavar as mãos adequadamente, ela pode facilmente se infectar. Esse risco é chamado de *contaminação cruzada*.

Se um investidor saudável entrar em contato com boateiros ou se deixar tocar, mentalmente, por *fakes News* ou análises superficiais

de *influencer*. Influenciador digital é um indivíduo com um público fiel e engajado em seus canais *online*. Em alguma medida, exerce capacidade de influência na tomada de decisão de compra ou investimentos de seus seguidores.

Marketing de influência é uma estratégia praticada por meio de plataformas digitais, como *Instagram, YouTube, TikTok e LinkedIn*. Consiste em praticar ações focadas em indivíduos com capacidade de exercer influência ou liderança sobre potenciais clientes de uma marca.

Um conceito-chave para leitura deste livro é o *efeito de rede*. Em economia e negócios, refere-se ao efeito de um utilizador de um bem ou serviço tem sobre o valor do produto para outros utilizadores.

Quando o *efeito de rede* estiver presente, o valor de um ativo (forma de manutenção de riqueza) dependerá do número de aquisições de outras pessoas. Analogamente, em mercado secundário, os valores de ativos financeiros dependem da predominância de *avaliações subjetivas*, sem referências bem fundamentadas em *indicadores objetivos*.

Seguir a tendência de alta ou de baixa, respectivamente, assumir a postura de “comprado” ou “vendido”, é habitual em mercado de ações. Aqui, neste livro, mostrarei como o *mimetismo* (imitação) no chamado “comportamento de manada” resulta em “profecia autorrealizável”.

A premissa das Finanças Comportamentais – os vieses cognitivos influenciarem os preços dos ativos – é, teoricamente, capaz de sugerir *resultantes macroeconômicas*. Pesquisadores em Economia Comportamental (ou Psicologia Econômica) apontam essa influência dos fatores individuais, abandonando a uniformidade comportamental, suposta pela “racionalidade genérica” do *homo economicus*, no momento de escolher.

Reconhecem haver fatores variantes também entre agrupamentos sociais, no tocante à capacidade de suportar frustrações, ao tamanho das ambições, e à visão de curto ou de longo prazo. Para dar conta desse todo, os elementos psicológicos, assim como os filosóficos, os políticos, e os sociológicos, devem fazer parte dos estudos contemporâneos de Economia. Esta é a minha

hipótese transdisciplinar a ser aqui defendida, mais uma vez, com fatos e dados recentes.

Fernando Nogueira da Costa

Campinas, novembro de 2021

Parte I – Risco Financeiro Sistêmico

Capítulo 1.

Alavancagem Financeira

Introdução

Em uma economia de mercado de capitais, há tipicamente três passos para obter o capital necessário para dar suporte à *alavancagem do negócio* – e o enriquecimento pessoal:

1. *uso de dinheiro de outras pessoas em benefício próprio*: conseguir associados, manter gestão e participação acionária com divisão de lucros / prejuízos;
2. *abertura de capital*: IPO de parte minoritária com cotação atribuída por mercado de ações;
3. *tomar dinheiro emprestado para fusões e aquisições*: elevação do valor de mercado e enriquecimento pessoal dos sócios-fundadores.

O processo de alavancagem financeira é o segredo do negócio capitalista. Eis um exemplo simples para Pessoa Física:

1. posse de capital, por exemplo, R\$ 100.000: compra terreno;
2. vende terreno por + ¼ ou R\$ 125.000: obtém rentabilidade patrimonial de 25% em um ano;
3. alternativamente, emprega os R\$ 100.000 próprios para tomar emprestado R\$ 300.000: compra casa por R\$ 400.000;
4. vende casa por + ¼: R\$ 500.000: obteria rentabilidade sobre o capital próprio de 100% em um ano, caso juro fosse zero;
5. basta o lucro operacional ser superior aos juros (e demais despesas financeiras) para ser mais rentável a aposta na tendência firme de alta do preço do ativo, imobiliário no caso.

Neste capítulo, usando como referência o relatório de autoria de Stefan Thurner, *Systemic Financial Risk*, parte da série de cinco estudos de caso publicados pelo *OECD Project on Future Global*

Shocks (2009-2011), apresentarei suas respostas para as seguintes questões:

- O que é alavancagem?
- Qual é o perigo de alavancagem?
- Quais são as escalas de alavancagem prudentes no sistema econômico-financeiro?
- Quais são as escalas de alavancagem prudentes em nível nacional?
- As falhas de mercado são observáveis por Modelo Baseado em Agentes?
- Quais são os impactos secundários e no contexto global?

O que é Alavancagem?

Alavancagem na escala pessoal, nos mercados financeiros e em escala nacional, contribuiu muito para a crise financeira de 2008-2010. Para ler a literatura científica, ver nas Referências Bibliográficas: Buchanan (2008), Bouchaud (2008), Buchanan (2009), Farmer e Foley (2009).

A *alavancagem* é geralmente referida como o uso de crédito para complementar investimentos especulativos. É geralmente usado no contexto dos mercados financeiros.

No entanto, o conceito de *alavancagem* cobre uma variedade de escalas, desde a vida pessoal, como a compra de uma casa a crédito, até a emissão de dívida pública por governos. A *alavancagem*, no sentido de *fazer investimentos especulativos a crédito*, é utilizada em uma ampla variedade de situações.

Pode ser usado para concretizar ideias com crédito, abrir uma empresa, financiar uma rodovia ou programas sem empregos, etc. O resultado desses investimentos em geral não é previsível, pois eles são *especulativos quanto ao futuro*.

O preço da casa muda de acordo com as tendências do mercado imobiliário. Uma nova empresa, organizada com recursos de

terceiros, pode falir. Uma rodovia pode não proporcionar o estímulo econômico inicialmente previsto – e decepcionar a cobrança de pedágios.

Não importa como esses investimentos sejam pagos, *a dívida associada deve ser reembolsada*, na forma de amortização e juros. Em princípio, o risco associado à alavancagem é o risco de créditos irrecuperáveis.

Isso por si só é uma observação trivial. Os aspectos não triviais de *alavancagem* surgem por meio de seu potencial para causar, amplificar e desencadear *efeitos sistêmicos*. Podem se transformar em eventos extremos com implicações graves na economia mundial.

A *alavancagem* introduz “interações” entre os participantes do mercado. Eles, sob certas circunstâncias, podem se tornar fortes, de modo o sistema começar a se sincronizar.

A *dinâmica sincronizada* pode levar a efeitos em grande escala. O risco associado a uma potencial desaceleração dinâmica é *o risco sistêmico de colapso*.

Isso torna a questão dos investimentos alavancados um problema típico de sistemas complexos. Não pode ser tratado com as ferramentas tradicionais da Economia dominante.

O termo “*alavancagem financeira*” é, entretanto, usado principalmente no contexto de empresas, empresas financeiras e mercados financeiros. Nesse sentido, ele está principalmente associado aos *ativos de uma empresa financiados com dívida em vez de capital*.

Uma das motivações importantes para isso é os retornos poderem ser potencialmente amplificados. A rentabilidade patrimonial, em negócio de maior escala, se torna superior à anterior apenas com capital próprio.

Imagine um fundo de *hedge* com uma dotação de US\$ 100. Faz investimentos com rendimento de um retorno anual de 10%, ou seja, US\$ 10. A riqueza do fundo agora é de US\$ 110.

Imagine agora um *cenário com alavancagem*: o fundo se aproxima de um banco e pergunta por um crédito de US\$ 900 a uma

taxa de 5% aa. Em seguida, faz os mesmos investimentos com US\$ 1.000. No fim do ano, o fundo ganhou US\$ 100, ou seja, agora administra US\$ 1.200. Ele devolve US\$ 900 ao banco mais US\$ 45 de juros. A riqueza do fundo é agora de US\$ 255, ou seja, cresceu 255%.

A situação parece menos brilhante se, no cenário alavancado, os investimentos ficassem em -10%. No fim do ano, o fundo administraria US\$ 900 e pagaria US\$ 900. Se não conseguiu pagar os juros, o fundo estaria falido, o banco teria de dar baixa no prejuízo de US\$ 45.

Para fins de notação, o relatório da OECD (2012) discute algumas *medidas e noções de alavancagem financeira amplamente utilizadas*.

São medidas de alavancagem:

- *Relação dívida / capital*: esta é a relação entre os passivos, por exemplo, uma empresa, com respeito ao seu capital dos acionistas.

No exemplo acima, a relação dívida / capital seria $900/100 = 9$.

Outra medida frequentemente usada é a razão dívida / valor de mercado, relacionando a dívida total com o ativo total. Os ativos totais são compostos por patrimônio líquido e dívida, ou seja, recursos próprios e recursos de terceiros registrados no passivo.

- *Razão dos ativos sobre capital próprio*: é referida como o *nível de alavancagem*, denotado por λ .

$Alavancagem = \lambda = \text{ativos} / \text{patrimônio líquido}$

Esta definição é usada em todos os itens a seguir.

Falando sobre valores de carteira de ativos (portfólio) e posições de caixa, lê-se a mesma definição como:

$\lambda = \text{valor do portfólio} / (\text{valor do portfólio} + \text{dinheiro ou } cash)$

Nesta notação, sempre se presume as reservas de caixa de um investidor serem usadas primeiro para o investimento. Somente quando essas reservas se esgotarem, o investidor buscará crédito.

Na notação acima, o crédito é visto como uma *posição de caixa negativa* (exigente de empréstimo). No exemplo acima, a alavancagem do fundo é: $\lambda = 1000/100 = 1000 / (1000 - 900) = 10$.

Como outro exemplo, considere um proprietário tomando um empréstimo ao oferecer, digamos, uma casa como garantia. Se a casa custar US\$ 100 e ele tomar emprestado US\$ 80, entrará com US\$ 20 em dinheiro próprio, a margem (*haircut*) será de 20% e o valor do empréstimo US\$ 80 / US\$ 100 = 80%.

A *alavancagem* é o *recíproco da margem*, ou seja, a relação entre o valor do ativo e o dinheiro (*cash*), necessário para adquiri-lo.

$$\lambda = 100/20 = 5.$$

$$\text{Ou na outra notação: } \lambda = 100 / (100 - 80) = 5.$$

- *Razão dívida / PIB*: na macroeconomia, em escala nacional, uma medida chave de *alavancagem* é a relação da dívida bruta do governo geral (DBGG soberana) em relação ao PIB.

- *Alavancagem de construção*: esta alavancagem é obtida por meio de combinações específicas de subjacentes [*underlyings*] e derivativos (Geanakoplos, 1997).

- *Desalavancagem*: é o ato ou a soma de atos para reduzir os empréstimos.

Em aula, ensino os diversos significados da expressão “alavancagem financeira” em três fórmulas:

1. a utilização de recursos provenientes de terceiros na composição da estrutura do capital de determinada empresa, objetivando otimizar o retorno dos investimentos realizados:
 $R3^o / (R3^o + RP)$ ou $R3^o / PT$;
2. a compra de títulos e/ou bens com recursos de terceiros:
 $R3^o / AT$;
3. a participação percentual dos empréstimos ou financiamentos contraídos em relação à estrutura de capital da empresa:
 $P3^o / PL$.

É necessário cuidado ao fazer *comparações de eficiência* entre bancos apenas usando a fórmula $(DP+ODA) / (RBIF+RPS)$, onde DP são Despesas de Pessoal; ODA são Outras Despesas Administrativas; RBIF é o Resultado Bruto de Intermediação Financeira; RPS são Receitas de Prestação de Serviços. Não só há o risco de cometer a *falácia de agregação*, como também de *ocultar diferença* muito importante para a gestão pública.

Os bancos públicos servem de *grandes alavancas para governar*. Basta comparar as rentabilidades patrimoniais com e sem empréstimos: $([LL' + DF] / PT) - (LL / PL) > 0$ onde: $PT = PL + P3^o$. PT é Passivo Total; PL é Patrimônio Líquido; $P3^o$ é Passivo de Terceiros; LL é Lucro Líquido; LL' é novo LL; DF são Despesas Financeiras.

Em termos de custo fiscal e orçamentos governamentais, bancos públicos podem "fazer mais por menos". Grosso modo, podem elevar os ativos até nove vezes mais ($11\% \times 9 = 99\%$), se comparar o valor em dinheiro necessário para executar diretamente políticas públicas com a mesma quantidade de recursos capitalizados neles para fazer empréstimos e, em seguida, tomar depósitos.

Essas instituições, considerando o grau de capitalização exigida ser 11% dos ativos pelo primeiro Acordo da Basileia, podem gerar políticas públicas cujo gasto efetivo sai por cerca de 10% ao custo de oportunidade: o custo fiscal sem bancos. Este seria o caso se só usasse o Orçamento Geral da União – e não a *política de crédito público*.

Cuidado: a *alavancagem* pode estar associada a um problema de *risco moral*, pois os executivos da alta administração podem alavancar, excessivamente, para aumentar os retornos das ações de suas empresas em curto prazo. Isso visaria amplificar os ganhos relacionados aos seus bônus de fim-de-ano.

Os ganhos em ações [*stock options*] são frequentemente usados como recompensa, independentemente do método usado para alavancagem do resultado.

Perigo de Alavancagem Excessiva

Se você especular com mais capital além do possuído, pode perder mais além do capaz de pagar.

Sem alavancagem, por meio de investimentos especulativos, pode-se perder tudo possuído, mesmo a perda máxima sendo de 100%. O *perigo da alavancagem* é se pode perder mais além disso.

Isso leva a *uma perda possível de levar o devedor à falência*. Em condições normais, essa perda é então assumida (realizada ou paga) pelo credor. Caso o credor se torne ilíquido, em decorrência dessa perda, ela é repassada, frequentemente, para alguma outra instituição ou para o público contribuinte em "socialização do prejuízo".

Esse risco de gerar perdas excedentes à riqueza do devedor origina-se tradicionalmente do seguinte fato: o crédito para investimentos especulativos (*alavancagem*) requer garantia. Essa garantia é frequentemente dada na forma de investimentos adquiridos.

Por exemplo, se um fundo de *hedge* usa a alavancagem concedida por um banco, para comprar ações, essas ações são mantidas pelo banco como *garantia do crédito*. Se um proprietário compra uma casa com hipoteca, seu banco normalmente (co-)possui a casa como garantia colateral.

Imagine o proprietário comprar uma casa hoje no valor de US\$ 100. Ele a financia com um pagamento inicial de 10%. Ele deve ao banco US\$ 90, seu patrimônio na forma de casa é de US\$ 10.

Suponha o mercado imobiliário ir mal e dentro de um ano o valor da casa cair para US\$ 80. Seu patrimônio agora é de US\$ -10 e tem de declarar falência. O banco assume o prejuízo ao vender a casa por US\$ 80 e dar baixa dos US\$ 10 do crédito como *não recuperável*.

Uma história contumaz na última década era pior. Podia ter sido a seguinte. Um proprietário compra uma casa no valor de US\$ 100 nas mesmas condições acima. O valor aumenta constantemente, digamos, para US\$ 150 em vários anos.

Ele acha o mercado imobiliário ser, eternamente, um bom investimento. Sua fortuna é agora de US\$ 60 e ele decide comprar uma casa maior com esses US\$ 60 como entrada de 10%. Ele vende a casa antiga e leva US\$ 540 de crédito pela nova. O banco está perfeitamente disposto a fazer o negócio.

Acontece a mesma queda de preço de antes, o valor da casa cai de US\$ 600 para US\$ 480. O banco fica nervoso e pede o crédito de volta, o dono da casa vende a casa por US\$ 480 e deve ao banco US\$ 120, acima do valor anterior de sua primeira casa!

Ele pede falência. O banco assume o prejuízo.

O exemplo mostra um aspecto importante a ter em mente para consideração posterior. Durante os tempos de *boom*, por exemplo, uma *bolha imobiliária*, o crédito é fácil de obter.

O crescimento prolongado e o aumento do valor da garantia são tacitamente assumidos. O crédito é fornecido e os provedores de crédito participam do *boom* imobiliário.

Em tempos de crise, enquanto o nervosismo aumenta, a alavancagem aperta e, como *consequência da desalavancagem*, as perdas são percebidas. Durante os períodos de *boom*, o valor sustentável da *garantia* pode ser fortemente distorcido. Sua combinação com *alavancagem* torna-se especialmente perigosa.

Papel da Alavancagem em Condições Normais

Stefan Thurner, neste tópico, se concentra na *alavancagem tomada por instituições financeiras*, como fundos de *hedge*, seguros, bancos de investimento, etc. Normalmente, a alavancagem é usada para investimentos profissionais e especializados por investidores informados.

Por *investidores informados* entende-se os atores cujos investimentos seguem um período de pesquisa sobre ativos financeiros. Por exemplo, um fundo de *hedge* de investimento em valor descobre, por meio de pesquisas, uma determinada empresa ter melhores perspectivas em relação às presumidas pelas instituições financeiras concorrentes.

O fundo determina o valor “verdadeiro” (subjetivo) da empresa. Se esse valor for superior ao preço de mercado observado, o fundo tentará *operar comprado nos ativos da empresa* até quando o mercado financeiro como um todo precifique os ativos corretamente.

O fundo lucrará com o aumento do preço do ativo e – se for um fundo racional – venderá os ativos logo quando o preço de mercado atingir o valor “verdadeiro”. Nesse caso, a pesquisa investida na estimativa do *valor real* (fundamentado) melhor em relação às demais pesquisas dos concorrentes resultará em lucro para o fundo.

Observe, aparentemente, o fundo de *investimento em valor* desempenhar um papel estabilizador de preços. Isso pode ser visto como um serviço para os mercados financeiros.

Quando se posiciona como *comprado em ativos subvalorizados e vendido (se puder) em ativos sobrevalorizados*, devido à sua demanda (imitada por outros), ele direciona o preço de cada ativo em direção ao seu valor real. Observe ainda *o valor “verdadeiro” ser uma estimativa subjetiva dos investidores*. Isso pode estar errado.

Depende não apenas do *status* objetivo da empresa sob investigação, mas também do comportamento coletivo dos demais investidores quanto ao mesmo ativo. Existem situações quando a inteligência coletiva de investidores não precifica o ativo corretamente, considerando uma escala de tempo mais longa.

Um exemplo de como este é o caso ocorre quando *uma bolha está presente*. Talvez o estouro da bolha, eventualmente, traga o preço de uma empresa para o seu valor “verdadeiro”, mas a escala de tempo para isso pode ser muito longa para gerar lucros para o fundo.

Mesmo encontrando o valor “verdadeiro” correto (absoluto), o fundo pode ter prejuízos. É essencial também obter o tempo de reação (escala de tempo) dos outros participantes do mercado corretamente. É característico em tempos de crise (*pânico*) essas escalas de tempo se tornarem curtas e a dinâmica entre eles ficar *sincronizada*.

Este papel estabilizador de preços dos investidores em valor é um serviço aos mercados em geral, pois reduz a volatilidade dos preços dos ativos. *Os investidores em valor reduzem a volatilidade*.

No entanto, a volatilidade reduzida não é necessariamente um sinal de *mercados eficientes*. Há o perigo de se considerar baixos níveis de volatilidade como indicadores de um mercado em bom funcionamento sem gestão e regulamentação.

Este foi um equívoco fundamental. Foi assumido pelo presidente do Fed, Alan Greenspan, em 2008.

Outras estratégias de investimento, como *seguir tendências*, podem ter um efeito desestabilizador de preços. Os seguidores de tendências reforçam os movimentos de preços em qualquer direção, levando a eventuais correções de preços excessivos.

Seguidores de tendências desempenham um papel na formação de bolhas nos mercados financeiros. Eles se autorreforçam: detectar uma *tendência de alta* gera demanda firme por parte dos seguidores da tendência, levando a um aumento de preço, reforçando a tendência.

O inverso é verdade para *tendências de queda*. Aí se passa do predomínio da *posição comprada* (aposta na alta) para a *posição vendida* (aposta na baixa).

Para instituições interessadas em níveis moderados de volatilidade (como reguladores, governos, setor produtivo), seria natural considerar opções para *limitar os seguidores de tendência*. Uma solução para isso seria impor *níveis máximos de alavancagem* para estratégias de acompanhamento de tendências.

Encontrar *padrões* para controlar a estratégia dos investidores de *seguir a tendência* seria difícil de obter nas circunstâncias do mercado de ações norte-americano. No entanto, pode-se pensar em procedimentos de divulgação, para bancos, quando eles atuam como *provedores de alavancagem* para os seguidores de tendências.

A quantificação pode acontecer com *a regulamentação impondo a divulgação de carteiras de investimento e desempenho*. Isso deve ser feito em uma escala de tempo mais curta possível.

O conhecimento das *forças estabilizadoras versus desestabilizadoras* seria uma informação essencial para os reguladores estimarem a contribuição das *forças estabilizadoras de preços dos investidores em valor* versus as *forças desestabilizadoras*

dos seguidores de tendências. Seria essencial conhecer a fração em um determinado momento da demanda gerada pelos respectivos grupos.

No entanto, a fração de *investidores de valor*, relativa aos *seguidores de tendências*, é difícil de calcular, senão impossível de descobrir sem mais requisitos de divulgação para os (*grandes*) *investidores ou provedores de alavancagem*. Neste ponto, um Modelo Baseado em Agentes (MBA) pode se tornar de grande importância para economistas serem capazes de prognosticar a respeito.

A fração de *investidores em valor* relativa aos *seguidores de tendências* não é constante, mas depende do desempenho dos dois grupos. Se *seguir a tendência* for uma boa estratégia, em um momento, atrairá mais *seguidores da tendência* – e vice-versa. Isso afeta não apenas os preços dos ativos, mas também as frações relativas dos distintos tipos de investidores, pois eles são imitativos.

O preço e o tamanho do grupo são quantidades *co-evolutivas*, influenciando-se mutuamente. O MBA é ideal para tratar problemas desse tipo.

Em tal modelo, populações de *investidores de valor* e *seguidores de tendência* podem ser simuladas em “experimentos” de computador. Os investidores podem alternar entre investir em valor ou seguir tendências – além de outras estratégias.

Estes agentes apresentam funções de demanda em várias escalas de tempo. É um mecanismo de, por exemplo, a compensação do mercado levar a um preço único (ou simulado) de ativo.

Dadas as funções de demanda de fundos e o preço em todos os momentos, o MBA permite calcular o desempenho dos fundos. Os fundos de certo tipo, ao apresentarem desempenho ruim em relação ao outro tipo, eventualmente, mudarão de estratégia.

Desta forma, obtém-se tamanhos de grupos flutuantes de *agentes seguidores de valores ou de tendências*. Sua fração pode ser comparada com os padrões de volatilidade do preço.

A influência de intervenções exógenas, como *limites de alavancagem para um grupo ou ambos*, pode ser sistematicamente estudada. Este campo de pesquisa, iniciado por J.D. Farmer et al.

(ver, em Referências Bibliográficas, Adrian e Shin, 2008), deve ser significativamente impulsionado e patrocinado.

Papel da Alavancagem em Tempos de Crise

O autor do relatório *Risco Financeiro Sistêmico*, publicado pela OECD em 2012, Stefan Thurner, continua a discussão com análise dos *investidores de valor com tomada de alavancagem nos mercados financeiros*. A mesma estrutura teórica básica é válida para a alavancagem, seja no mercado de habitação, seja em nível nacional.

A situação para *a tendência seguida pelos investidores* é menos interessante, para a comunidade, porque eles são principalmente *desestabilizadores de preços*. Ao olhar para os investidores de valor, investiga-se “o melhor dos mundos possíveis”. Uma fração da tendência seguida por investidores “comprados” (aposta em alta) ou “vendidos” (aposta em baixa) piorará a situação.

Aqui, Thurner olha um cenário “otimista” idealizado para identificar os perigos fundamentais.

Imagine um *investidor de valor* levar vantagem. O provedor de alavancagem, por exemplo, um banco, permite uma gama de crédito, limitada, porém, por um nível máximo de crédito, digamos, uma alavancagem máxima de 5.

Se o fundo não encontrar nenhum ativo subvalorizado no mercado e sua demanda for zero, ele não estará “comprado” em nenhum ativo. Se encontrar ativos subvalorizados, os comprará e os manterá, até eles se aproximarem de seu valor “verdadeiro”.

A demanda real nesse ativo depende geralmente de dois aspectos.

Em primeiro lugar, *qual é o tamanho do erro de precificação*. Quanto maior a distância do preço de mercado observado do “valor real”, maior é a demanda do ativo, porque o fundo estaria se comportando de forma racional. Observe esta ser uma suposição otimista, muito frequentemente violada por vários investidores.

Em segundo lugar, quanto o investidor acredita conhecer o “verdadeiro valor”. Se ele acreditar com forte convicção de ter

calculado ou avaliado o erro de precificação corretamente, aumentará muito sua demanda com cada unidade de erro de precificação. Isso é denominado como típico de um *investidor "agressivo"*.

Se ele não estiver tão certo sobre a correção do erro de precificação, ele não aumentará sua demanda tão rapidamente. Nesse caso, ele é um *investidor "moderado"*.

Agora, suponha um investidor encontrar uma oportunidade de investimento, por exemplo, ele detectar um *ativo subvalorizado*. Dado seu nível de agressividade, ele primeiro investirá uma fração de sua riqueza na oportunidade.

Suponha o erro de precificação ficar maior, isto é, o preço ainda cair mais. O investidor assumirá posições cada vez maiores no ativo, mas agora tendo prejuízos!

Se todos os seus recursos se esgotarem nessa posição de "comprado", o investidor procurará um banco em busca de crédito e seguirá alavancando, até sua demanda ser satisfeita ou até não haver mais crédito disponível. Isso acontecerá, neste exemplo, em um nível de alavancagem do banco em 5.

Se o preço subir, o investidor obterá lucro em escala maior com a alavancagem assumida. Se o preço continuar a cair, o banco irá garantir o nível máximo de sua alavancagem não ser excedido. Ele começará a recuperar seu crédito. Isso é chamado de *chamada de margem*.

Em seu *nível de alavancagem máximo permitido*, o investidor então será forçado a vender ativos no mercado para manter esse nível. O investidor reduzirá sua demanda, embora sua estratégia de investimento sugira aumentá-la, pois o valor de mercado ainda estará abaixo do indicado pelos fundamentos analisados.

A venda de ativos tenderá a baixar o preço. Se o investidor detém uma fração significativa do ativo, essa queda de preço poderá se auto fortalecer (vender em um mercado em queda) e poderá ser *forçado a novamente vender ativos para manter a alavancagem máxima permitida*.

No entanto, a existência de um único fundo investidor é totalmente irreal. Para chegar a uma *compreensão sistêmica do*

perigo da alavancagem, Thurner apresenta um exemplo um pouco mais complicado, onde supõe dois fundos, um agressivo e um moderado. Ambos detectaram um ativo com preço incorreto e mantêm posições compradas.

O *fundo agressivo* atingiu logo seu nível máximo de alavancagem 5. O preço cai ligeiramente devido a alguns efeitos externos.

Ele passará, então, a ter de vender, derrubando pelo menos mais um pouco o preço. Essa queda de preço diminuirá o valor da carteira do *fundo moderado*. De acordo com o mesmo volume de crédito tomado de seu banco, experimentará sua alavancagem subindo.

Suponha a variação de preço ser tão grande a ponto de o *fundo moderado* agora alcançar seu limite de crédito. Portanto, ele também precisará vender ativos no mercado em queda.

É claro como isso pode levar a *efeitos em cascata* para todos os investidores alavancados a investirem no mesmo ativo. No entanto, esses efeitos obviamente não se limitam ao mesmo ativo.

Existem efeitos colaterais [*spill over effects*]. Suponha o exemplo acima. O *fundo agressivo*, caso esteja investido em mais de um ativo, terá a opção de vender outros ativos de sua carteira.

Se tiver de vender em taxas massivas, as cotações dos ativos vendidos cairão. Os fundos investidos nesses ativos poderão ser forçados a reduzir suas carteiras. O mesmo *efeito em cascata* ocorrerá como acima, mas agora envolverá muitos ativos.

Observe esses ativos poderem ser completamente não correlacionados. Mesmo quando os ativos normalmente tendem a não mostrar correlações (ou mesmo houver anti-correlações nos retornos), como resultado da *desalavancagem em cascata* e *efeitos de transbordamento*, suas correlações nos retornos (negativos) se tornarão positivas, possivelmente grandes.

A *cointegração* surge pela sincronização sistêmica. Logo, um cenário de crise sistêmica, onde não é mais possível a diversificação de portfólio (riscos) se desenrola.

Thurner continua o exemplo de forma sistêmica. Durante a venda em mercados em queda, um fundo muito alavancado pode enfrentar *a falta de liquidez* rapidamente.

A inadimplência e a falência podem criar prejuízos para o banco. Em geral, ele não receberá totalmente o crédito concedido.

Observa a garantia do crédito. Os bancos geralmente detêm ativos em sua posse como garantia patrimonial.

O crédito poderia ser reembolsado, por exemplo, com recursos gerados com a venda desses ativos. Porém, a perda com a queda do valor dos ativos em garantia, geralmente, é assumida pelo banco.

Se essas perdas se tornarem severas, seja porque o banco estendeu a alavancagem para uma variedade de fundos (agora todos com mau desempenho), ou porque o próprio banco (com um fundo de *hedge* próprio) fez investimentos em ativos agora com valor de mercado caindo, os próprios bancos podem – e ficarão – sob o *estresse do risco da inadimplência*.

Naturalmente, os bancos estão conectados por meio de *relações de crédito mútuo*. As “redes” de ativos e passivos são extremamente densas e podem contribuir com uma camada adicional de risco sistêmico (AIMA Canadá, 2006 e Peston, 2009).

Essas redes foram estudadas, empiricamente, para toda uma economia, em Greenspan (2008), Brock e Hommes (1997), Arthur et al. (1997), Lux e Marchesi (1999), Doyne Farmer (2002), Eisenberg e Noe (2001).

Verificou-se elas, normalmente, exibirem uma *escala livre de auto-organização*. Consequentemente, serem altamente vulneráveis à deficiência de um dos “*hubs*”, ou seja, dos grandes participantes do mercado.

Redes realistas desse tipo têm sido usadas para simular efeitos de contágio e dinâmicas de contágio por meio de *redes bancárias* (Brock e Hommes, 1997). Foi demonstrado a medida mais sensata, correlacionada com o perigo sistêmico de quebra de um banco individual, dentro do sistema bancário, ser *a centralidade de intermediação do banco* (Freixas, Parigi e Rochet, 2000).

Bancos com *alta centralidade de intermediação* podem derrubar todo o sistema bancário, devido a situações consecutivas de iliquidez no sistema, enquanto não existem intervenções. Passaram a ser denominados “bancos sistemicamente importantes” por terem atuação internacional.

O relatório da OECD se abstém de comentar *os efeitos na economia real sob o colapso do sistema financeiro*. Dada a importância do assunto, a pesquisa acadêmica precisa ser impulsionada nessa direção.

Seguro contra Riscos para Investimentos Alavancados

O objetivo das duas sugestões a seguir para *hedge* de investimento alavancado ser obrigatório é antecipar o risco de *default* nos mercados financeiros e evitar a situação pós-crise de 2008. Efetivamente, o setor público teve de servir como o tomador de risco final para especulações financeiras alavancadas.

Em teoria, as perdas potenciais de *provedores de alavancagem* podem ser *cobertas* ou *seguradas*. Novamente, é necessária a análise do cenário dos mercados financeiros.

Existem duas formas de *estratégias de hedge*. Uma protege a *garantia*, a outra garante o *crédito*.

No atual quadro financeiro, ambas as formas são possíveis, em princípio, mas apresentam graves problemas capazes de as tornarem questionáveis na prática. Em particular, *essas medidas de segurança são caras*.

Efetivamente, os investidores teriam de pagar taxas de juros mais altas para alavancagem ao provedor de alavancagem. Este rolaria seus *custos de hedge* para os investidores, ou pagaria diretamente os prêmios para os *Credit Default Swaps (CDS)*.

Isso implica a alavancagem se tornar, efetivamente, menos atraente para ambos os lados. O provedor tem o ônus de monitorar o desempenho do investidor, de projetar *hedges* adequados e de arcar com seus custos imediatos.

Os investidores sofrem taxas de juros menos favoráveis, para a alavancagem utilizada. Ou então têm de pagar prêmios por CDSs prejudiciais ao seu desempenho como investidores.

O novo papel do regulador é fazer cumprir *hedges* para investimentos alavancados.

- *Garantia de hedge*: se a garantia para investimentos alavancados for, por exemplo, ações, eles podem ser protegidos por *derivativos convencionais*. Os prêmios para os derivativos apropriados serão pagos pelo detentor da garantia, por exemplo, os bancos.

Os custos desses hedges deverão ser repassados ao investidor na forma de taxas de juros mais altas. É possível essas taxas se tornarem pouco atraentes.

Naturalmente, deve-se evitar o próprio provedor de alavancagem ser envolvido na negociação de derivativos, quando poderia, por exemplo, lançar *opções*. É necessário o risco ser transferido da instituição alavancadora para o mercado financeiro.

A implementação de cobertura de garantia obrigatória do provedor de alavancagem poderia ser implementada por meio de requisitos de divulgação estendidos para os bancos.

Eles relatariam a garantia e o tamanho do crédito concedido, juntamente com o tipo de *hedge* para o regulador ou Banco Central. Esses requisitos impõem custos indiretos aos provedores de alavancagem e tornariam a alavancagem mais cara. Seria imperativo todos os provedores de alavancagem tivessem os mesmos requisitos de divulgação.

- *Cobertura de crédito*: O risco real de inadimplência de crédito por parte do investidor poderia ser tratado, por exemplo, CDS (*Credit Default Swaps*). Esses CDSs seriam vendidos no mercado financeiro.

O prêmio por esses instrumentos seria pago pelos investidores. Os mercados estimariam, avaliariam e monitorariam o risco de inadimplência de investidores individuais e determinariam os prêmios correspondentes.

Isso poderia levar a uma “classificação” implícita dos investidores. Em particular, os preços dos CDSs para as diferentes empresas de investimento podem ser usados como um indicador do nível percebido pelo mercado da agressividade. Naturalmente, fundos mais agressivos terão maiores taxas de inadimplência.

A questão da implementação de regras de divulgação para tal estratégia nos mercados financeiros de hoje poderia estar mais associada a problemas técnicos. Os investidores teriam de declarar o crédito real.

A dificuldade com os CDSs é, quanto ao *hedge* de garantia, de a carteira e a estrutura de dívida escolhidas pelo investidor poderem mudar em escalas de tempo relativamente curtas.

Para evitar reajustes permanentes dispendiosos, pode ser necessário usar mais instrumentos complexos em lugar dos CDSs comuns. Talvez até novos instrumentos exatamente para esse propósito possam ser introduzidos.

- *Risco de contraparte*: realistas ou não, essas medidas de seguro funcionarão apenas enquanto as contrapartes correspondentes tiverem liquidez. O risco associado de colapso financeiro das contrapartes é denominado *risco de contraparte*.

No caso do *hedge de garantia*, o risco é de o emissor da opção desaparecer. No caso do *hedge de crédito*, existe o risco de inadimplência do comprador do CDS.

Normalmente, o risco de contraparte é difícil de prever, porque uma ampla gama de cenários pode levar ao seu desaparecimento. Consequentemente, é quase impossível precificar o risco da contraparte e protegê-lo.

As possibilidades de seguro contra colapso sistêmico não existem dentro do próprio sistema financeiro.

De um ponto de vista sistêmico, os *hedges* de investimento de alavancagem podem ser altamente desejáveis por duas razões:

- primeiro, eles transferem o risco de crédito / garantia do provedor de alavancagem para o mercado financeiro. Isso

reduziria a probabilidade de o setor público cobrir perdas na forma de padrões bancários;

- segundo, eles tornariam a alavancagem mais cara e menos atraente e reduziram seu uso para economizar, relativamente, os investimentos.

Para estimar a influência dos custos de *hedge* sobre os investimentos alavancados, novamente, MBA podem ser o método de escolha para incorporar efeitos sistêmicos e não lineares. Eles não seriam rastreáveis dentro da Teoria dos Jogos tradicionais ou Abordagens de Equilíbrio Geral.

A priori não está claro em qual medida *a prática de alavancagem será reduzida dependendo dos custos de hedge*. É uma questão de pesquisa por si só pensar sobre as consequências de tornar os dados divulgados de prêmios de CDS ou níveis de alavancagem de instituições disponíveis para todos os participantes do mercado.

Escalas de Alavancagem no Sistema Financeiro

Normalmente, a *alavancagem* torna-se alta em tempos de boom e diminui em tempos difíceis. Isso pode significar, em tempos de *boom*, os preços dos ativos estarem superfaturados e muito baixos durante a crise. Este é o *ciclo de alavancagem* (Geanakoplos, 2009).

A alavancagem aumentou dramaticamente nos Estados Unidos de 1999 a 2006. Um banco com pretensão de comprar um título hipotecário com classificação AAA, em 2006, poderia tomar emprestado 98,4% do preço, usando o título como garantia e pagar apenas 1,6% em dinheiro, ou seja, um *índice de alavancagem* de 60.

A *alavancagem média*, em 2006, de todos os US\$ 2,5 trilhões dos chamados títulos hipotecários tóxicos eram cerca de 16. Isso significa os compradores pagarem apenas US\$ 150 bilhões e tomarem emprestados os outros US \$ 2,35 trilhões.

Os compradores de casas poderiam obter uma hipoteca alavancada de 20 para 1, com 5% de entrada. A segurança e os preços das casas dispararam.

Hoje, a alavancagem foi drasticamente reduzida por credores nervosos, querendo mais garantias para cada dólar emprestado. Esses títulos hipotecários tóxicos agora são alavancados em média apenas cerca de 1,5 para 1.

Os compradores de casas agora só podem se alavancar 5 para 1, se conseguirem um empréstimo do governo, e menos se precisarem de um empréstimo privado. A *redução da alavancagem* é a principal razão pela qual os preços dos títulos e das residências ainda estão caindo. O *ciclo de alavancagem* é um fenômeno recorrente (Boss et al., 2005).

Uma *escala típica de alavancagem nos bancos de investimento* pouco antes da crise era quase um fator de 30. Muitos desses fundos emprestados para investir nos chamados títulos lastreados em hipotecas.

Os níveis de alavancagem das 5 maiores empresas de investimento nos EUA aumentaram de cerca de 17 em 2003 para cerca de 30 em 2007. Os riscos desses níveis de alavancagem estão refletidos no destino dessas empresas no final de 2008.

Lehman Brothers faliu. Merrill Lynch e Bear Stearns foram comprados por outros bancos ou transformados em *holdings* de bancos comerciais, como Morgan Stanley e Goldman Sachs.

Escalas de Alavancagem em Níveis Nacionais

Para a maioria das economias ocidentais, os níveis de alavancagem atuais variam entre 50 e 100% do PIB, sendo o Japão mais alto acima de 200%. Até qual ponto tais níveis são sustentáveis sob crise, ou seja, quando os governos podem ser confrontados com resgates bancários importantes, ou com o fato de dívidas pendentes de outros governos terem de ser amortizadas (no caso de países inadimplentes), está sob intenso debate.

É importante mencionar os governos soberanos, no controle de sua política monetária, terem três formas de administrar sua dívida quando estão sob forte estresse. Eles têm três mecanismos possíveis para *desalavancagem*:

- (i) inadimplência,
- (ii) inflacionar sua dívida, mas isto não é possível para países da zona do euro, ou
- (iii) diminuir os gastos e aumentar a produção e a eficiência, dado um sistema competente e eficiente de governo e apoio público.

O que são MBAs?

Os MBAs permitem simular o resultado dos resultados agregados de processos sociais, resultantes da sobreposição de ações de muitos agentes individuais. Os agentes individuais se comportam de acordo com um conjunto de regras locais ou aleatoriamente.

Normalmente, isso significa um agente – ao interagir com outros agentes – tomar decisões, em geral, dependentes de (ou são determinadas em certa medida pelas) interações com os outros. Decisões aleatórias de agentes são decisões não correlacionadas a interações com outros agentes ou outros eventos.

Por exemplo, pense em um modelo simples de formação de opinião. Todos os agentes podem tomar uma de duas decisões: votar em A ou votar em B.

Cada agente tem vários amigos, mas segundo o Número de Dunbar, no máximo 150. Todos eles são registradas na *rede de amizades*.

Em cada etapa do modelo, um determinado eleitor X verifica quantos de seus amigos anunciaram a pretensão de votar em A. Se uma grande fração de seus amigos votarem em A, o jogador X também anunciará, na próxima etapa, ele também irá votar em A, embora talvez na etapa anterior ele tenha votado em B.

Sua “vizinhança” local (melhor seria “o estado de sua vizinhança”) o fez mudar de ideia. Sem critério para extrapolar o Número de Dunbar, é comum exageradamente extrapolar: “isso é feito simultaneamente com, digamos, 1 milhão de agentes e 1000 vezes”.

Agora pode ser verificado, quantas vezes a maioria diz votar em A. Isso pode então ser repetido em diferentes condições em relação às iniciais, ou seja, quantas pessoas votaram em A na primeira etapa.

Pode-se ainda verificar como *a conectividade da rede de amizade influencia a probabilidade de um resultado final* de vitória de A, etc. Neste exemplo, uma decisão aleatória de um agente seria ele votar em A ou B, dependendo de apenas jogar uma moeda (cara ou coroa), em vez de copiar a maioria de seus amigos – e “ficar bem com a turma”.

Este modelo, claramente, não é de interesse prático aqui, mas serve para ilustrar a estrutura de MBA. Calcula a probabilidade de um resultado (eleição ou escolha de A ou B) sob o conhecimento de *as pessoas terem uma determinada comunicação em sua rede social*. Elas tendem a copiar o comportamento de seus amigos.

A ideia básica é muitas vezes se ter um conceito claro de como a maioria das pessoas age, localmente, sob determinadas circunstâncias. Porém, *o resultado da ação coletiva é desconhecido*.

Esses modelos podem ser vistos como “experimentos *in-silico*” [*in silico* é uma expressão usada no âmbito da simulação computacional e áreas correlatas para indicar algo ocorrido “em ou através de uma simulação computacional”]. Frequentemente, eles são a única fonte para entender um problema.

No exemplo acima, é impossível permitir as pessoas votarem mil vezes. Em experimentos de computador isso não é problema – e hoje esta simulação ser realizada até em *laptops* pessoais.

Os MBAs só funcionam se as *regras básicas de interação* (aqui *adaptação de opiniões*) estiverem corretas em larga escala. Se esta parte for modelada erroneamente, o resultado só pode ser de valor pequeno ou zero.

Os MBAs consistem em um conjunto de agentes de um determinado tipo. Neste trabalho sobre sistema econômico-financeiro, os diferentes tipos de agentes serão bancos, investidores informados, investidores de fundos, reguladores, etc.

Normalmente, cada tipo é preenchido com muitos desses agentes. Esses agentes estão em *contato mútuo*.

Um banco empresta a um investidor, levando a um fluxo de dinheiro do banco para o investidor. O investidor investe o dinheiro no mercado de ações. Isso leva a um fluxo de dinheiro do investidor para outro agente devedor das ações – e assim por diante.

Todos os agentes estão equipados com *regras comportamentais*. Por exemplo, se o banco recupera o dinheiro emprestado, em um determinado momento, o mutuário o reembolsará na próxima etapa do tempo.

Se esta regra for quebrada, existem outras regras gerenciadoras da *quebra de regras*. Por exemplo, se um empréstimo não for reembolsado, porque o mutuário não tem liquidez, o mutuário é declarado *falido*.

A falência implica, por exemplo, todos os ativos do tomador do empréstimo serem vendidos no mercado de ações. O produto será dividido entre os credores e a diferença para os empréstimos pendentes será baixada pelos bancos. *A essência dos MBA é modelar as interações dos agentes corretamente.*

Em um MBA típico, pode haver várias dezenas de regras governantes dessas interações. Pode parecer o determinado conjunto de regras implicar um *modelo determinístico*, porém, isso não é de forma alguma o pretendido.

Por exemplo, a irracionalidade dos agentes pode ser modelada por *decisões aleatórias* dos agentes. Elas, novamente, imitam bem a realidade.

Dessa forma, os modelos podem imitar mundos hipotéticos apenas compostos de agentes racionais e como eles diferem de situações quando uma determinada fração das decisões é feita por pura livre-escolha. Este arbítrio, no entanto, pode ser usado para modelar decisões com conhecimento incompleto, ignorância, etc.

O que os MBAs podem fazer e outras abordagens não podem

MBAs permitem estimar probabilidades de *eventos sistêmicos*. Estes resultam de comportamento coletivo em grande escala com base nos resultados individuais de agentes conectados localmente.

A principal vantagem é eles poderem gerar *dados sistêmicos*, quando não há nenhum ou muito pouco para entender todo o sistema. Os *efeitos coletivos* podem ser estudados, executando milhares de simulações computacionais.

Pode-se chegar a uma conclusão sobre *o efeito da mudança da interação de regras entre os agentes no resultado coletivo do sistema*. Por exemplo, neste trabalho publicado pela OECD, a probabilidade de inadimplência de investidores é mostrada como *dependente de regulamentação*, por exemplo, se uma alavancagem máxima for imposta.

Da mesma forma, pode-se demonstrar como as regulamentações bancárias, como os acordos da Basileia, influenciam as *taxas de inadimplência*. Com esses modelos, pode-se demonstrar tais medidas dos reguladores poderem, em certas circunstâncias, levar a *efeitos adversos*, difíceis de adivinhar de outra forma.

Eles permitem compreender o desdobramento concreto dos eventos capazes de levarem a uma mudança sistêmica. Por exemplo, a origem, o desenvolvimento e o desdobramento de uma crise financeira podem estar relacionados a todos os parâmetros do modelo.

Na realidade, geralmente nunca há todos os dados relevantes presentes. Se tivesse, permitiria identificar os parâmetros relevantes. Também seria possível acompanhar o estabelecimento de um novo regime após a ocorrência de um choque, como taxas de recuperação, redistribuições típicas de riqueza, etc.

Algumas perguntas concretas típicas podem ser respondidas com um MBA de mercado financeiro, entre outras:

- Pode-se julgar se um conjunto de regulamentações é mais eficiente em lugar de outro?
- Como os perigos sistemáticos podem ser identificados?
- Quais precursores devem ser monitorados?
- Como os fatos empíricos podem ser compreendidos, tais como distribuições de retornos *fat tailed* dos preços dos ativos, volatilidade agrupada?

Em suma, os MBA permitem compreender *aspectos dinâmicos cruciais de sistemas complexos*, como os mercados financeiros. Em geral, eles são úteis para desenvolver um conceito e certo sentimento a respeito de como as coisas funcionam.

No entanto, eles não devem ser usados para o dito no tópico seguinte.

O que os MBAs não podem fazer

Sim, MBAs analisam ações e interações de agentes autônomos, mas *eles não podem capturar toda a complexidade da realidade*. Eles tentam recriar e prever *o aparecimento de fenômenos complexos*, mas não devem ser usados para prever resultados precisos de *estados futuros do mundo*.

Eles não podem explicar *invenções e inovações disruptivas*, capazes de moldarem e mudarem um determinado ambiente. Nem podem ser dimensionados para *situações realistas* sem um esforço considerável.

Mapeamentos razoáveis de MBA para situações do mundo real requerem equipes de modelagem grandes e competentes, das quais são muito poucas. É necessário maior apoio para esses esforços.

MBAs são isso: *modelos*. Logo, eles não são *realidade*. Não podem ser usados para prever com certeza resultados a respeito de *estados futuros do mundo*.

Um perigo claro é os MBAs costumarem ser transparentes. É muito difícil julgar se regras específicas serem implementadas, de fato, de forma realista.

O que se torna essencial é *testar esses modelos com dados reais*. Isso significa certos padrões dinâmicos, gerados pelo modelo virtual ou digital, também serem ou não observáveis no analógico mundo real. Eles devem ser comparados aos dados do mundo real.

Por exemplo, em um MBA do mercado financeiro, as séries temporais de preços, consideradas no modelo, devem mostrar as mesmas características estatísticas das séries temporais reais.

Se a volatilidade agrupada ou as distribuições de retorno *fat tailed* não forem encontradas em um modelo de mercados financeiros, por exemplo, isso indicaria o modelo ter perdido partes essenciais e não ser confiável.

Fracasso da Economia Tradicional e a Necessidade de MBAs

A crise recente deixou claro haver uma compreensão insuficiente do *risco sistêmico*.

O esquema de regulamentação da Basiléia II custou milhões para ser estabelecido em todo o mundo, mas falhou espetacularmente. Com base nesse esquema, as instituições financeiras dedicaram recursos consideráveis à modelagem de risco.

No entanto, eles normalmente faziam isso partindo do pressuposto de seu próprio impacto no mercado ser insignificante ou estarem sozinhos ao contemplar uma mudança radical na política. Assim, eles não levaram em consideração os *loops de feedback* e os efeitos de sincronização e, portanto, sua suposição básica de *independência e não correlação* acabou sendo uma aproximação pobre.

Isso era especialmente relevante em tempos de crise, quando os modelos de risco eram mais necessários. Uma única instituição, como o Lehman Brothers, teve um impacto sistêmico enorme – e um grupo de instituições, agindo em conjunto sem saber, teve um impacto ainda maior.

Quando esses impactos são levados em consideração, o resultado pode ser dramaticamente diferente daquele previsto por modelos VaR (Valor em Risco). Eles se baseiam em padrão regular para extrapolações estatísticas de retornos de comportamento passado.

O *risco sistêmico* é um problema clássico de sistemas complexos.

É um *fenômeno emergente*, surgido das interações de atores individuais, gerando comportamento coletivo em nível de sistema, cujas propriedades não são óbvias, a partir das regras de decisão de

cada um dos atores individuais. Normalmente, os agentes individuais acreditam estarem agindo com prudência.

Os *riscos sistêmicos* ocorrem porque os agentes financeiros não entendem (ou não se importam) como seu comportamento afetará as outras pessoas ou os demais concorrentes. Tampouco enxergam como a *sincronização de comportamentos* se desenvolve.

Essa influência mútua leva a *feedbacks não lineares*. Eles não são devidamente considerados nos modelos clássicos de gestão de risco.

Muito contra a intuição usual, torna-se possível esses efeitos não lineares levar a situações onde as próprias políticas concebidas para reduzir os riscos individuais podem levar à criação de *riscos extremos*, eventualmente capazes de derrubar todo o sistema. Os eventos nos mercados financeiros, desde a crise sistêmica explodida em 2008, fornecem uma boa ilustração em muitos níveis diferentes.

A crise mundial é muito provavelmente o resultado de uma combinação de vários componentes, como:

1. o *boom do uso de derivativos*, supostamente redutores de risco;
2. o uso excessivo de *crédito*;
3. um alto grau de *falta de transparência*, através do uso de acordos complicados e muitas vezes sobrepostos; e, finalmente,
4. uma parte significativa do *comportamento criminoso*.

Praticamente não é possível para o agente individual coletar e monitorar os dados relevantes necessários para *modelar os riscos sistêmicos potenciais*. Além disso, um ponto gravemente sub-representado, nos modelos de risco atuais, é a *possibilidade de desaparecimento de contrapartes*.

Especialmente em tempos bons, o risco de contraparte muitas vezes não é levado em consideração de forma adequada nos preços de derivativos ou em outros acordos financeiros.

Praticamente, nenhum dos modelos de risco atuais levou os padrões adequadamente em consideração. Nenhum deles tratava dos complicados *acoplamentos e feedbacks* dos componentes interconectados do sistema financeiro.

A maioria dos modelos de risco é baseada em suposições idealizadas. Podem ser razoáveis até certo ponto durante períodos de pouca ou nenhuma mudança.

Nessas circunstâncias, pressupostos como a Hipótese de Mercado Eficiente ou o cenário de equilíbrio geral podem fornecer uma estrutura útil para desenvolver ferramentas e métodos de gerenciamento de risco em *tempos sem mudança*. Embora esses conceitos possam funcionar em condições de equilíbrio, eles podem se tornar completamente inúteis – e às vezes até contraproducentes – em *tempos de mudança*, estresse e crise.

No rescaldo da atual crise financeira, as reformas do sistema financeiro passaram a ser ativamente discutidas. Muitas dessas reformas foram prejudicadas, no entanto, pelo simples fato de não se saber *quais políticas seriam as ideais*.

Para responder a essas questões, as ferramentas tradicionais com pretensão de tratar da economia de mercado de capitais e da economia de endividamento bancário e público, associadas à economia monetária de produção, como a Teoria dos Jogos, os conceitos de não arbitragem e suas equações diferenciais parciais derivadas, bem como as estatísticas gaussianas clássicas, evidentemente, não serão suficientes.

O gerenciamento de risco, derivado desses conceitos, como VaR e, eventualmente, esquemas de regulação, como Basiléia I ou II, ignora *efeitos sistêmicos*, como *sincronização* ou *feedback*. Esses esquemas falharam claramente durante a crise recente.

É essencial observar os *loops de feedback*, mecanismos de sincronização, sucessões de eventos e estatísticas de variáveis altamente correlacionadas. Uma configuração de retroalimentação computacional, para entender essas questões, é fornecida pelos chamados MBA, onde um conjunto de diferentes agentes interagem em uma simulação de computador.

Neste relatório da OECD é estudado tal modelo, baseado em agentes financeiros. Ele foi apresentado com todos os detalhes, mas sua formulação econométrica não será reproduzida aqui.

Em vez de continuar perseguindo as abordagens padrão da Teoria dos Jogos, a necessidade de MBA surge devido às não linearidades nas regras de decisão. As funções e as ações não lineares entre os agentes são, simplesmente, muito complexas para se tratar com modelos baseados na Teoria dos Jogos.

Isso é ainda mais complicado por Efeitos de Rede. A utilidade dos MBAs, neste contexto, ocorre por causa das interações complicadas e do *feedback dinâmico* apresentada pela alavancagem. Os modelos permitem estudar sistemas dinâmicos e o desdobramento detalhado de cenários típicos nas simulações.

Além disso, eles permitem gerar dados resultantes, onde não há nenhum a priori: as simulações podem ser executadas milhares de vezes sob várias condições e suposições, algo nunca possível de ser feito no mundo real. Do estudo do sistema sob várias condições, pode-se aprender como os sistemas se comportam sob diferentes formas de regulação, por exemplo.

A essência da principal dificuldade para as simulações baseadas em agentes é capturar não apenas *as propriedades dos agentes*, de forma adequada, mas também *as interações* entre eles. MBAs ainda precisam ser construídos a partir de variáveis e parâmetros – pelo menos em princípio – acessíveis no mundo real.

Outra dificuldade é calibrar os modelos de agente com dados reais, ou seja, definir *as escalas de influências entre os agentes* para valores realistas. Essas questões podem ser mais relevantes, porque as propriedades sistêmicas de sistemas complexos frequentemente dependem do equilíbrio detalhado das relações entre os parâmetros.

Por último, os MBAs frequentemente deixam claro quais parâmetros são relevantes e dominantes e quais são marginais. Como consequência, podem ser usados para definir quais dados são necessários para serem coletados de mercados reais e com qual nível de precisão.

Impactos Secundários e o Contexto Global

Os mercados financeiros estão fortemente interligados à economia global. Esta, em sua forma atual, depende deles.

Uma crise no sistema financeiro, em particular no sistema bancário, pode ter impactos propagadores em uma ampla gama de diferentes subsistemas compostos por setores de atividades diversas.

A crise no sistema financeiro pode muitas vezes levar a um aperto de crédito. Portanto, ideias de potencial criativo não podem ser realizadas e daí levar a uma *desaceleração da economia*.

Os impactos relacionados são normalmente medidos em falências, desemprego, perda de investimento. Em última análise, tal situação poderia gerar agitação social.

O medo de tal sucessão de eventos é uma das razões para muitos governos resgatarem instituições financeiras inadimplentes. No entanto, essas intervenções, na verdade, nada mais são além de um engajamento ativo (do pior lado) dos governos em especulações alavancadas nos mercados financeiros.

Elas têm um preço tremendo: *o perigo de iliquidez dos governos*. Um *estado de iliquidez* leva a uma situação onde os governos não podem mais prosseguir com suas atividades essenciais, como fornecer infraestrutura, finanças, educação, sistemas de saúde, pensões, etc. Tal falha acarreta *o risco de gerar agitação social*.

Países inadimplentes podem levar outros países à inadimplência por meio do *efeito em cascata*. Isso aconteceu com a Grécia, Portugal, Espanha e Itália.

Qual dos dois cenários – um sem resgates de bancos governamentais ou solidariedade com países inadimplentes, o outro sendo o oposto – é mais provável de levar a perdas maiores e mais prolongadas no final é impossível dizer com o conhecimento limitado atual da dinâmica de mercados financeiros e suas ligações com a economia. Mais ainda, é necessário canalizar esforços coletivos para compreender esses mecanismos.

Um dos pontos de partida será estender os modelos dos mercados financeiros baseados em agentes e tentar vinculá-los a

MBA. A corrente principal da economia [*mainstream*] tem sido incapaz de dar contribuições úteis nessa direção (Iori et al., 2007).

Capítulo 2. Crise do Sistema Econômico-Financeiro

Introdução

O *sistema econômico-financeiro* não se compõe de setores à parte, de um lado, setor produtivo, de outro, setor financeiro. Enquanto visto e analisado como *sistema complexo*, ele emerge a partir de interações de um conjunto de componentes. Observá-lo, de maneira holista, possibilita identificar *padrões de comportamento coletivos* quando seus diversos agentes interagem.

O inter-relacionamento entre as empresas financeira e as não-financeiras é, continuamente, interdependente. As três funções-chaves do sistema bancário, do qual todas Pessoas Físicas e Pessoas Jurídicas são partes, revelam ele ser imprescindível.

Afinal, ele não pode faltar, porque é vital. Então, nenhum adulto ou nenhuma empresa não pode prescindir ou recusar a ter uma conta bancária. Com Moeda Digital do Banco Central (CBDC) mais ainda será.

Ele emerge das interações contínuas entre três subsistemas:

1. *Subsistema de Crédito*: financiar a expansão de capacidade produtiva, produção (capital de giro), consumo, habitação, compra de ativos baratos para vender caro (especulação), etc., e aumentar a oferta de empregos;
2. *Subsistema de Gestão de Dinheiro*: propiciar investimentos financeiros para proteger o poder aquisitivo das reservas e seus rendimentos financeiros substituírem a renda do trabalho na aposentadoria;
3. *Subsistema de Pagamentos*: dar acesso popular ao sistema de pagamentos eletrônicos para oferecer segurança e facilidade prática.

Dentro da visão holista desse *complexo sistema econômico-financeiro*, sua emergência ou configuração periódica provoca efeitos em outros sistemas, inclusive no *ecossistema*, como queremos

demonstrar neste livro. Para tanto, são úteis os seguintes conceitos básicos.

Os níveis de um estoque mudam com o tempo em função das variações do saldo entre suas entradas e saídas, ou seja, devido aos fluxos.

Ciclos de feedback são interconexões:

1. *de reforço*: fazem o sistema se mover;
2. *de equilíbrio ou balanceamento*: o impedem de explodir ou implodir.

Com *reforços de feedback*, quanto mais se tem, mais se ganha. Sem controle, amplificam o movimento em círculos virtuosos ou viciosos.

Atrasos nos fluxos para acumulação de estoque podem gerar obstinação no sistema, isto é, tempo demasiado para *regeneração*, por exemplo, da confiança.

Um Sistema Complexo exige modelagem em escalas menores, dada a redundância da escala 1:1. Torna-se necessário aos analistas a percepção de suas *regras de interações*, mesmo a mente humana não tendo a capacidade computacional de dedução precisa da dependência de sua trajetória caótica futura.

Mas “a história importa” para sua narrativa ousar se desdobrar para o futuro. Isto será possível caso transcorra uma *regularidade*.

De fato, as verdadeiras condições iniciais são desconhecidas e daí arbitrariamente estabelecidas com um corte discricionário do tempo. Por isso, a pluralidade de decisões *ex-ante* (descentralizadas e descoordenadas) são vistas por resultados *ex-post*, isto é, a partir da “linha de chegada” atual.

A conjuntura, ou seja, a *configuração transitória* é composta de fatos transcorridos em um processo socioeconômico e político ainda em andamento. Por sua continuidade dinâmica, variará ao longo do tempo.

Eventual *auto-organização*, sem haver na economia de mercado uma autoridade capaz de planejamento central, quando for

detectável, será fugidia. Daí a importância de o analista adotar *modelos de não linearidade*, contemplando desvios, percalços ou complicações com aprendizado, adaptação ou inovação disruptiva.

Essa visão de sistema complexo supera o *determinismo*. Tudo no universo, de acordo com a metodologia determinista, está limitado a leis imutáveis, ou seja, todos os fatos e ações humanas são predeterminadas pela natureza, sendo a “liberdade de escolha” uma mera ilusão da vida individual.

Na Idade Moderna, o *determinismo* era utilizado como conceito para explicar o Universo, principalmente para tentar entender os fenômenos naturais. Segundo essa teoria, seria possível prever acontecimentos futuros se baseando em fatos atuais, pois toda a realidade estaria interligada por propósitos em comum.

Sendo assim, segundo os deterministas, a realidade seria prefixada, ou seja, o que está previsto para acontecer, acontecerá. Ignoram o *co-determinismo*, ou seja, o conceito de existirem relações entre várias realidades, diferentes em escalas: molecular, social, planetária, psíquica, etc.

Nas Ciências Humanas, destacam-se *três níveis de realidade*:

1. *realidade objetiva*: aquilo concreto e dado, independentemente de crença, como objetos sólidos (ativos existentes ou construídos como bens ou produzidos como mercadorias), fenômenos naturais e Leis da Física.
2. *realidade consensual*: aquilo “combinado ser real” (moldável), mas sem ser validado por testes de laboratório, porque sua confirmação vem do coletivo, tais como paradigmas pressupostos ou premissas interpretativas, por exemplo, dinheiro e/ou riqueza cujo valor de mercado é variável ao longo do tempo conjuntural;
3. *realidade pessoal*: aquilo tomado como “real para nós mesmos”, como um valor pessoal, porém, não validado nem pelo *coletivo* (consensual) nem pelo *objetivo*.

O *reducionismo* é impossível, em simultâneo, para todos os níveis ou escalas. Cada nível é regido por lei, lógicas e conceitos diferentes.

Dada a existência de diferentes *níveis de realidade*, esta passa a ser concebida como um *processo dinâmico*, isto é, variável ao longo do tempo, e emergente de contínuas interações. Leva à relativização da “verdade científica”. As “verdades” são aproximações provisórias, transitórias ou passageiras.

Neste livro, mostrarei como esse sistema complexo econômico-financeiro poderá, eventualmente, entrar em *crise de desenvolvimento*. Isto poderá ocorrer, inclusive, por fatores naturais ou ambientais.

Saltos de desenvolvimento, na vida do ser humano, são aquisições de habilidades funcionais específicas, ocorridas em determinadas fases do ciclo da vida. O *ritmo de desenvolvimento* não é constante: há alguns períodos de desenvolvimento acelerado e outros onde há uma desaceleração. Entre eles, há *crise de transição*.

Analogamente, assim também é na realidade econômico-financeira. Veremos, neste capítulo, o *ciclo de endividamento* passar por etapas de alavancagem, bolha, topo do ciclo ou auge, depressão, desalavancagem financeira, “empurrar corda” até a normalização. A economia de mercado de capitais e a economia de endividamento se misturam nesse ciclo de alavancagem.

O que está em jogo em uma Crise Financeira?

No relatório da OECD, *Risco Sistêmico Financeiro*, divulgado em 2012, Stefan Thurner analisa os resultados de simulações ao usar um *modelo baseado em agentes dos mercados financeiros* para mostrar como níveis excessivos de alavancagem nos mercados financeiros podem levar a um *crash* sistêmico. Nesse cenário, a queda dos preços dos ativos torna os bancos incapazes ou não dispostos a fornecer crédito, pois temem ser incapazes de cobrir suas próprias responsabilidades, devido a potenciais inadimplências de empréstimos.

Um tomador de crédito ou recursos de terceiros, *superalavancado*, seja uma nação soberana, seja uma grande empresa ou instituição financeira, a história recente da crise financeira mundial, detonada em 2008, ilustra *como a inadimplência traz o risco de contágio em uma economia globalmente*

interconectada. O resultante abrandamento do investimento na economia real impacta os atores em todos os níveis socioeconômicos, desde as pequenas empresas aos compradores de casas.

As falências levam à perda de empregos e à queda na demanda agregada, fazendo mais empresas e indivíduos não conseguirem pagar seus empréstimos, reforçando uma *espiral descendente*. Pode desencadear uma recessão, depressão ou estagflação na economia real.

Isso pode ter um impacto devastador. Não se restringe seu efeito apenas na prosperidade econômica em geral, mas também no sentimento do consumidor e na confiança na capacidade do sistema de gerar riqueza e crescimento em longo prazo.

Para fazer algo a respeito das crises financeiras, é necessário entendê-las. Em 2012, não existia ainda um *consenso global* sobre a melhor forma de gerenciar ou evitar as crises financeiras acontecerem no futuro.

No entanto, os formuladores de políticas públicas (econômicas, sociais ou ambientais) necessitam desenvolver estratégias projetadas para, pelo menos, reduzir a gravidade de seus impactos. Para fortalecer o sistema financeiro, tornando-o mais resiliente a abusos em potencial no futuro, é fundamental o entendimento do mecanismo pelo qual práticas generalizadas, como a *alavancagem excessiva*, podem representar perigo para todo o sistema complexo.

Ao contrário dos desastres naturais, de início repentino, os *mercados financeiros são sistemas sociais complexos*, construídos na *interação repetida* de milhões de pessoas e instituições. Em consequência, estão sujeitos a *falhas sistêmicas, crises cambiais, corridas a bancos, colapsos do mercado de ações*. Esses são apenas alguns dos termos indicativos da precipitação a partir de setembro de 2008.

Muitas vezes, esse risco surge não através da falha de componentes individuais no sistema, como o fechamento ou colapso de um único banco ou grandes instituições financeiras, mas sim devido ao "comportamento de manada".

Os *efeitos de rede* resultam das interações de grandes frações participantes do mercado. Essa *sincronização no comportamento* leva muitas a realizar as mesmas ações simultaneamente.

Isso pode exacerbar os movimentos de preços e o nível geral de volatilidade do sistema. Também pode enfraquecer significativamente o mercado financeiro, antes funcionando bem, mas depois resultante em *booms*, quebras e falências.

A partir dessa (má) experiência, o *ciclo de endividamento*, iniciado com alavancagem financeira, se tornou familiar.

A experiência recente questionou a crença anterior, amplamente aceita, de a economia seguir um caminho de crescimento sempre estável, com pequenas flutuações acima e abaixo de uma taxa de crescimento equilibrado. A *crise financeira global* levou muitos a sugerir as fortes altas e baixas de cotações (avaliações de valores por participantes do mercado), características da economia mundial, tanto com *mercado de crédito*, quanto com *mercado de capitais*, nas últimas duas décadas, poderem ser *a norma – e não a exceção*.

Como resultado, o tradicional Modelo de Equilíbrio Geral, orientador do pensamento econômico neoclássico da corrente dominante, está cada vez mais sob suspeita. Esse modelo se mostra vulnerável ao *comportamento de manada* (“rebanho” ou “gado” no Brasil), às *assimetrias de informação* e às *externalidades*.

Podem catapultar rapidamente pequenas flutuações para uma falha generalizada de mercado. *Fatores de risco sistêmicos*, como aqueles embutidos em casos de alta alavancagem, como *efeitos de sincronização*, *fortes correlações de preços* e *efeitos de rede*, constituem uma grande preocupação para os investidores e devem preocupar os formuladores de políticas ao tentar redesenhar políticas capazes de evitar desastres futuros.

A abordagem de muitas instituições financeiras, políticos e investidores para a gestão de risco, no sistema financeiro, foi construída sobre esse conceito de equilíbrio tradicional. Ela provou falhar quando era mais necessária.

Entre as abordagens mais promissoras para a compreensão do *risco sistêmico em sistemas complexos* estão as de Modelo Baseado em Agentes (MBA), uma classe de modelos usados para explicar certos fenômenos por meio de uma *abordagem de baixo para cima*. Entretanto, sua compreensão exige partir de uma *visão holista* do todo para fazer a ponderação de suas partes interativas.

Ao contrário do Modelo do Equilíbrio Geral, não requer um estado estacionário, mas, em vez disso, estrutura as interações entre agentes não representativos, isto é, heterogêneos, por meio de um conjunto de *regras individuais sincronizadas*, geradoras de *padrões de comportamento coletivo*.

O citado relatório da OECD (2012) demonstra o MBA oferecer uma maneira de compreender, sistematicamente, a complicada dinâmica dos mercados financeiros, incluindo o potencial de *espirais descendentes* a serem geradas pelas ações sincronizadas dos atores econômicos. Em particular, o relatório mostra o MBA descrever explicitamente *o perigo peculiar de usar alavancagem para financiar investimentos especulativos*.

Também demonstra como os níveis de alavancagem do sistema estão diretamente ligados à probabilidade de quedas e colapsos em grande escala. A volatilidade dos preços aumenta com a alavancagem e até mesmo eventos externos menores podem desencadear grandes *colapsos sistêmicos* nesses ambientes.

Ele sugere a importância de compreender a dinâmica social endógena da arena tradicionalmente “financeira”, a fim de compreender mais completamente o risco sistêmico. A Economia tradicional [*mainstream*] com a hipótese de moeda neutra e a abstração teórica de instituições financeiras somente canalizarem poupança para investimento não ajuda nada nessa tarefa.

Modelo Baseado em Agentes [MBA]

Para melhor aproximar os resultados do mundo real com modelos estilizados, o MBA executa simulações repetidas, gerando *outputs*, caso *inputs* estiverem disponíveis, mais relevantes para uma análise aproximativa do mundo real. O desafio é entender “a caixa-preta” de seu processamento computacional.

Parte da hipótese de os agentes mudarem seu comportamento com base nas interações com outros agentes. Isto leva a uma série de descobertas importantes.

Ao executar e analisar milhões de simulações, cada uma aproximando-se de milhões de interações potenciais entre os atores, obtém-se uma *visão do resultado coletivo do sistema*. Isso pode ser analisado mais detalhadamente ao alterar as regras de decisão capazes de afetarem essas interações e até mesmo ao aplicar diferentes medidas regulatórias para avaliar seus efeitos potenciais.

Aplicado ao sistema financeiro, esse processo revela como a probabilidade de inadimplência dos devedores depende fortemente dessas regulamentações, especificamente de *um nível máximo de alavancagem permitido*. Da mesma forma, a análise também mostra como as regulamentações bancárias, tais como os acordos da Basileia, podem influenciar as *taxas de inadimplência*.

Os modelos demonstram tais medidas regulatórias poderem, em certas circunstâncias, levar a efeitos adversos de outra forma difíceis de prever. Essas simulações também permitem acompanhar a evolução de um novo regime, instalado após a ocorrência de um choque, e analisar seu efeito nas taxas de recuperação, redistribuições típicas de riqueza, etc.

Em suma, MBA é uma versão estilizada e em escala reduzida de subsistemas altamente intrincados e interdependentes. Através deles se pode desenvolver uma melhor compreensão da *dinâmica de sistemas complexos*, como os mercados financeiros.

O modelo inclui vários tipos diferentes de “agentes” ou atores econômicos, cujas interações resultam na atividade econômica objeto da modelagem. Esses atores incluem, entre outros, investidores, bancos, empresas de investimento e reguladores.

Uma das marcas do MBA é a *utilização de agentes não representativos*. Esses agentes heterogêneos serão diferentes em vários aspectos importantes, incluindo sua tolerância ao risco, tamanho da dotação e sua estratégia geral de investimento.

Essas diferenças pesam nas interações entre eles. Seus resultados têm macro efeitos.

Nesse modelo, existem *três tipos básicos de investidores*:

1. investidores *informados*,
2. investidores *desinformados*, e
3. investidores *institucionais* responsáveis por gestão de investimentos.

Investidores *informados* fazem pesquisas para orientar suas decisões de investimento. Normalmente, tentam descobrir *ativos sub ou superfaturados* pelo mercado para *aproveitar as oportunidades de arbitragem*.

Intuitivamente, os investidores *desinformados* não realizam nenhuma análise para descobrir o preço “verdadeiro” de um ativo. Para fins de argumentação, eles dão ordens essencialmente aleatórias.

O terceiro tipo de investidor terceiriza seus fundos em empresas de investimento. Esses fundos, então, investem o dinheiro nos mercados financeiros. Esses *investidores institucionais*, por exemplo, fundos de pensão e seguradoras, monitoram o desempenho da gestão terceirizada e ajustam sua estratégia com base nesse desempenho em comparação às alternativas concorrenciais.

Todos esses investidores “competem” no mesmo mercado. Suas participações relativas dependem de seu desempenho relativo.

Os bancos e os reguladores desempenham um papel diferente neste modelo. Além de administrarem o *sistema de pagamentos eletrônicos*, os bancos fornecem *a liquidez*, na gestão do dinheiro, e concedem *o crédito* capaz de permitir aos investidores criarem *alavancagem*.

Os reguladores apresentam as restrições para *a extensão da alavancagem financeira*. Administram os limites de permissão.

Neste modelo do *mercado de capitais e dívidas*, pode-se abstrair e considerar os diferentes tipos de investidores estarem comprando e vendendo um único ativo. Por exemplo, estabelecer ele não pagar dividendos – como é obrigatório no caso das ações – por uma questão de simplicidade.

Tanto investidores *desinformados* quanto investidores *informados* estipulam suas respectivas demandas pelo ativo, ou seja, quantas ações eles gostariam de comprar. A diferença está no método.

Os negociantes *desinformados* são relativamente pouco sofisticados. Em contrapartida, os negociantes *informados* tentam detectar um "sinal de precificação incorreta".

O mercado de rumores ou boatos desinforma sobre quanto o ativo está subvalorizado ou sobrevalorizado, em relação aos reais fundamentos (microeconômicos, setoriais e/ou macroeconômicos), ou seja, quão grande é a *oportunidade para arbitragem*: comprar barato e vender caro. Os investidores avaliam o desempenho de cada fundo e investem ou sacam dinheiro desses fundos de acordo com essas falsas impressões predominantes a cada breve intervalo.

Enquanto isso, os bancos e as restrições regulatórias definem os níveis máximos de alavancagem, disponíveis para os especuladores. Esse processo continua até certas empresas terem o valor de mercado abaixo de um certo nível esperado – e suas ações serem rapidamente substituídas. Com um MBA, é possível esse processo ser repetido várias vezes.

Como ocorre um Travamento da Alavancagem?

Em *cenários de alta alavancagem*, os investidores podem sobrecarregar sua seleção de carteira com ativos de risco. Apostam mais além do dinheiro realmente possuído.

O *segredo do negócio capitalista* é não trabalhar apenas com o *capital próprio*, mas arriscar com o *capital de terceiros*. Essa é uma prática individual ou empresarial obviamente perigosa, pois também cria elevada vulnerabilidade para o sistema como um todo.

Dois eventos em particular podem levar a um colapso devastador de um sistema sob o *peso de níveis significativos de alavancagem*:

1. Pequenas flutuações aleatórias na demanda de um ativo por investidores desinformados podem fazer o preço do ativo cair

abaixo de seu “valor real”, isto é, fundamentado, levando a um “sinal de precificação incorreta”.

2. A fim de explorar essa *oportunidade de arbitragem*, os fundos de investimento capitalizam os altos níveis de alavancagem permitidos para assumir posições maciças: ganhar em maior escala com pequenas diferenças.

Essa combinação é essencialmente uma *receita potencial para o desastre*. Se o *desinformado* ou se, por acaso, os negociantes “boateiros” venderem esse ativo e contribuírem para o preço cair ainda mais, os fundos podem perder grandes quantias de dinheiro.

Essa queda do valor de mercado do capital faz as empresas contabilizarem níveis ainda maiores de alavancagem, enquanto outros investidores são forçados a começar a vender mais ativos para satisfazer os *requisitos de margem de segurança*. Naturalmente, isso terá o efeito de deprimir ainda mais as cotações, resultando em um *ciclo vicioso* de quedas de preços, maior alavancagem e vendas mais forçadas do ativo, provocadas pelas “chamadas de margem”.

Em um curto período de tempo, o antes aparente sistema estável pode se transformar em um cenário no qual *os preços dos ativos caem, causando grandes perdas e falências de empresas altamente alavancadas*. É importante ressaltar: apenas em sistemas caracterizados por *altos níveis de alavancagem*, essas pequenas mudanças podem desencadear tais colapsos catastróficos.

Observações repetidas resultantes de milhões de simulações controladas, no modelo MBA, variando os principais parâmetros ao longo do caminho, levam a várias descobertas importantes.

Em uma economia capitalista não regulamentada, há pressões de mercado. Levam a *níveis de alavancagem* mais elevados, ou seja, há incentivos para investidores e bancos aumentarem a alavancagem.

1. *Efeitos contra intuitivos da regulamentação*: a implementação de diferentes cenários de regulamentação, como os acordos da Basileia, demonstra funcionar bem em tempos de alavancagem moderada, mas aprofunda a crise quando os níveis de

alavancagem são altos. Isso se deve aos *efeitos de sincronização* aprimorados, induzidos pelas regulamentações.

2. *Ecosystema de participantes do mercado*: resultante em efeitos de rede sobre os preços dos ativos, provoca as atuações e o desempenho relativo de diferentes participantes do mercado influenciarem as de outros. Essas influências mútuas causam flutuações observadas na realidade, mas ignoradas nos cenários da Economia tradicional, onde se idealiza sempre uma reversão à média de um equilíbrio estável, indicada por fundamentos.
3. *Amplificação da volatilidade*: mesmo as estratégias de investimento em valor, as quais supostamente se estabilizam, podem aumentar enormemente a probabilidade de falhas sistêmicas, quando a alavancagem do sistema for alta.
4. *Níveis moderados de alavancagem*: podem ter efeitos estabilizadores, embora *altos níveis de alavancagem* estejam diretamente relacionados ao risco de grandes crises sistêmicas.
5. *Dinâmica das falhas*: ao estudar o desenrolar das falhas ao longo do tempo, os gatilhos podem ser identificados como pequenos eventos aleatórios, completamente inofensivos em situações de *alavancagem moderada*, porém, possíveis de se tornar os gatilhos para as espirais descendentes dos preços dos ativos durante os períodos de *alta alavancagem*.

Principais Conclusões e Limites Inerentes do MBA

Os resultados têm várias ramificações potenciais para as políticas públicas e a reorganização do sistema financeiro sob forma de um gerador mais resiliente e estável de riqueza em longo prazo para a sociedade:

1. O *monitoramento global dos níveis de alavancagem*, no nível institucional, é necessário e pode ser realizado pelos Bancos Centrais. Esses dados devem ser tornados mais acessíveis para pesquisa, mesmo com algum atraso. Sem esse conhecimento, a prática de impor e executar níveis máximos de alavancagem é impossível.

2. *O monitoramento e a análise, de modo contínuo, das redes de empréstimos / tomadores de empréstimos são necessários, tanto dos principais atores financeiros quanto dos governos. Exatamente quem detém mais títulos de dívida deve ter sua dívida divulgada ao público, e não apenas as instituições financeiras envolvidas. Sem essa vigilância sobre o grau de endividamento, a imposição de níveis de alavancagem máximos significativos e confiáveis é difícil de implementar.*
3. *A imposição de níveis máximos de alavancagem deve depender da estrutura da dívida, estratégias de negociação e posições relativas nas redes de empréstimo. A regulamentação governamental pode desempenhar um papel importante no controle dos níveis de risco da carteira, limitando a alavancagem. No entanto, esta não é uma tarefa trivial, porque analisar completamente as estratégias de acompanhamento de tendências dos investidores seria muito difícil, devido à grande variedade de participantes do mercado e instrumentos, atualmente sendo negociados, especialmente sob os padrões de divulgação de hoje. Pode aumentar o escopo ao fornecer mais orientações regulatórias aos bancos sobre a divulgação de suas permissões de alavancagem para certos tipos de investidores.*
4. *As armadilhas de sincronização devem ser interrompidas. O mecanismo mais simples seria a transparência, ou seja, cada provedor de alavancagem deve divulgar o tomador de alavancagem e o volume de alavancagem. Idealmente, essas informações seriam amplamente divulgadas para criar incentivos para o estabelecimento de uma cultura de classificação interbancária e, conseqüentemente, taxas de juros interbancárias dependentes do risco.*

O MBA, sem dúvida, é uma ferramenta útil na engenharia de uma abordagem apropriada para a *compreensão da complexidade de sistemas dinâmicos*. No entanto, existem lacunas nesta abordagem.

Elas vão desde o alto grau de especialização técnica necessária até questões de dados, padrões de qualidade, validação e compreensão qualitativa.

1. *Requisitos de dados:* o MBA ajuda a identificar dados relevantes. Normalmente, esses dados não estão prontamente

disponíveis para preenchimento exigido de um formulário. Os dados frequentemente necessários referem-se à *formação de redes*, como redes de propriedade de ativos / passivos e decorrentes fluxos financeiros, etc.

2. *Padrões de qualidade*: o grande número de parâmetros geralmente necessários para resultados robustos torna o MBA opaco. Pode ser difícil julgar:
 - a. se suposições *ad-hoc* poderiam levar a efeitos irrealistas;
 - b. se são introduzidos parâmetros inacessíveis na realidade;
 - c. se as condições iniciais para as simulações de computador são realistas.
3. *Vinculação à realidade*: o MBA ajuda a compreender as propriedades sistêmicas *qualitativamente*. Para torná-las *quantitativamente* úteis, o MBA deve ser escalados com *dados reais*. Isso requer enormes esforços conjuntos em pesquisa científica, geração de dados e cooperação institucional. Exceto se esses esforços forem empreendidos, o MBA permanecerá apenas *descritivo*.
4. *Validação*: não se deve esperar o MBA fazer previsões reais de colapsos ou colapsos financeiros. Usando massivas simulações de computador, o MBA pode ajudar a esclarecer os níveis de risco em determinadas circunstâncias. Ilustra mecanismos relevantes para representarem precursores legítimos de algum acidente, de outra forma, possível de passar despercebido.

O MBA tem sido útil na obtenção de uma *compreensão qualitativa* da dinâmica do sistema financeiro e dos efeitos sistêmicos inesperados. Além disso, colabora na identificação de perigos ocultos dentro da estrutura regulatória ou da falta dela dentro de um sistema.

Para aproveitar todo o potencial do MBA, ou seja, torná-lo ferramenta eficaz para auxiliar os processos de tomada de decisão reais), é necessário aumentá-lo e combiná-lo com *dados reais*. Isso implica em um *esforço científico coordenado significativo*, tanto na modelagem econométrica, quanto na geração e coleta de dados de qualidade.

Algumas das etapas tangíveis necessárias de ser realizadas incluem:

1. *Coleta, armazenamento, qualidade e disponibilidade de dados*: esforços maciços devem ser empreendidos na coleta de dados econômicos, sob rígidos requisitos de qualidade para ficarem então disponíveis para análise por uma grande comunidade científica.
2. *Estudos de rede em economia*: muitos dos efeitos sistêmicos em economia têm sua origem em *redes*, ligando agentes. Essas redes são comumente inexploradas, mas são uma entrada essencial para a modelagem de sistemas dinâmicos. As redes precisam ser analisadas de acordo com os padrões da Teoria das Redes, desenvolvidos recentemente.
3. *Plataformas de simulação de regulação financeira*: as consequências de eventos exógenos como “mudanças de regras” ou requisitos de divulgação são apenas o começo no desenvolvimento de um *entendimento sistêmico*. Este campo de pesquisa deve ser significativamente impulsionado.
4. *Vinculação com a economia real*: MBA dos mercados financeiros devem ser combinados com MBA de outros aspectos da economia real, para compreender suas *influências mútuas e ciclos de feedback*. Os pontos críticos de interface entre os mercados financeiros e a economia real podem ser identificados como caminhos potenciais para uma *regulamentação benéfica*.
5. *Simulação dos efeitos da transparência do crédito*: é relevante para a análise da estabilidade sistêmica dos mercados financeiros em situação de generalizada *alavancagem financeira* da rentabilidade patrimonial.

Alavancagem e Risco Sistêmico

Quanto à *alavancagem* e ao *risco sistêmico*, o que aprendemos?

Para concluir a primeira parte deste livro, a seguir resumo as descobertas mais importantes do modelo de mercado financeiro

baseado em agentes (MBA). Ele foi apresentado por Thurner, Farmer e Geanakoplos (2010).

Este relatório, divulgado pela OCDE e aqui traduzido – e resumido –, mostrou qualitativamente como diferentes participantes do mercado, como investidores informados, *traders* de ruídos ou boatos, provedores de alavancagem e investidores desempenham seus papéis em ambientes emergentes de *coevolução*.

Ele demonstra como o desempenho de um influencia as ações de outros e estuda os efeitos sobre a formação dos preços dos ativos. Entre muitas outras características, essas *influências mútuas* causam flutuações de preços e padrões de volatilidade, observados em mercados reais.

No entanto, a análise do mercado de câmbio – ou o apreçamento de divisa estrangeira – é referência mais importante na economia brasileira em vez de ser o mercado de ações. A taxa de câmbio tem elevada correlação com a taxa de inflação por agravar a “inflação importada” com alta das cotações de *commodities*. A taxa de juro, fixada pelo Banco Central do Brasil, tenta apreciar a moeda nacional para combater a inflação.

Um Modelo Baseado em Agentes (MBA) com comportamentos distintos, embora em certos períodos sincronizados, demonstra a *impossibilidade de equilíbrio estável*. Esta é a ilusão, oferecida pela Economia do *mainstream*, em defesa do livre-mercado.

Por exemplo, suponha o mercado de câmbio ter apenas dois tipos de investidores:

1. *os investidores racionais*, comportando-se como o *homo economicus*, idealizado como o agente representativo na Economia do *mainstream*, e
2. *os investidores quase-racionais*, pessoas comuns (descendentes de *homo sapiens*) com tentativas-e-erros para tomar boas decisões práticas, mas cometendo erros previsíveis, portanto, evitáveis.

Suponha também as duas moedas, dólar e real, terem determinados valores de mercado bem fundamentados em termos de:

1. paridade entre o juro interno e o externo,
2. saldo das transações correntes do balanço de pagamentos, e
3. paridade entre poderes de compra doméstico e em país estrangeiro.

Quando se alteram as circunstâncias exógenas a esse mercado, por exemplo, com uma súbita expectativa de mudança da política monetária nos Estados Unidos, o que se espera?

- Os *quase-rationais* antecipam o dólar ter, desde logo, valor maior em reais, embora seja uma opinião possível de mudar, pois os quase-rationais mudam seus raciocínios de acordo com as últimas manchetes ou os influenciadores.
- Enquanto isso, os *rationais* acham o mercado de câmbio já ter precificado o dólar e o real com paridade bem fundamentada, ou seja, “preço relativo justo”, e daí o *overshooting* cambial será temporário, voltando àquele equilíbrio logo adiante.

Quais condições são necessárias para assegurar os preços relativos entre essas moedas permanecerem os mesmos, como deveriam ser, caso o mercado de câmbio tivesse apenas investidores racionais?

Essa questão é complexa por sua resposta emergir de interações entre vários componentes, mas algumas dessas condições essenciais são as seguintes.

- Primeiro, em termos de valor predominante, tal mercado não poderia ter muitos quase-rationais, de maneira os racionais fiquem marginalizados ou sem influência decisiva.
- Segundo, o mercado deve permitir a venda em curto prazo sem dificuldade, então, se as cotações estiverem muito elevadas, os racionais podem trazê-los para baixo.
- Terceiro, somente os investidores racionais poderiam vender em curto prazo, se não, os quase-rationais venderiam o real, isto é, comprariam dólar, logo quando os dois preços estivessem se aproximando da antiga paridade, pois eles acreditam o dólar ter

passado a ser mais valioso face ao real com a alta de juros nos Estados Unidos.

- Quarto, em alguma data futura, a verdadeira relação entre dólar e real deverá tornar-se clara para todos os investidores, pois antes o resultado jamais alcançaria o equilíbrio fundamentado..
- Quinto, os racionais deverão ter horizonte temporal longo o suficiente para aguardar essa data.

Entretanto, essas condições resistem em ser alcançadas na realidade..

Por isso, resolvi adiar minha aposentadoria e prosseguir meus estudos – e ensinar jovens iniciantes enquanto aprendo. Por exemplo, quais são *os gatilhos para falha sistêmica*?

O relatório da OCDE mostra *a alavancagem moderada levar a uma redução da volatilidade na formação de preços*. No entanto, quanto mais altos são os níveis de alavancagem, mais movimentos extremos de preços devem ser esperados.

Além disso, quantifica essa relação na economia contemporânea. Nesse cenário, poderia ser demonstrado: mesmo *as estratégias de investimento em valor*, supostamente, estabilizadoras com base em fundamentos, podem aumentar enormemente *a probabilidade de falhas*, isto porque a alavancagem do sistema é alta e dinâmica.

O relatório analisa detalhadamente a dinâmica e o desdobramento das falhas, em particular identifica os eventos desencadeadores das falhas. Pequenos eventos aleatórios, completamente inofensivos em situações de *alavancagem baixa e moderada*, podem se tornar os eventos desencadeadores de espirais descendentes de preços de ativos em tempos de *alavancagem maciça*.

Thurner mostra *o nível de alavancagem* se correlaciona diretamente com *a probabilidade de falha sistêmica*. Além disso, mostra, em um mundo não regulamentado, existe pressão de mercado em direção a *altos níveis de alavancagem*, ou seja, há

incentivos do lado dos investidores e dos bancos para aumentar a alavancagem.

Dois modos de regulação foram implementados no modelo de economia baseado em agentes *distintos*, porém *imitativos*. Praticam o *jogo da imitação*.

O primeiro tipo seria introduzir *bancos prudentes*, ou seja, provedores de alavancagem, mas monitores constantes do valor de suas garantias. Se o valor da garantia, normalmente os ativos comprados pelos investidores alavancados, mostrar certos *padrões*, esses bancos começarão a resgatar seus empréstimos, em ditas "chamadas de margem", forçando os investidores alavancados a vender os ativos.

O aumento da oferta tenderá a baixar os preços. O monitor do banco, em busca de padrões nesse modelo, diz respeito à *volatilidade da cotação do ativo*.

O segundo tipo de regulamentação seria implementar um cenário de regulamentação do tipo Basileia. Isso significa os provedores de alavancagem precisarem manter um *colchão de capital* de 8%, inicialmente, mas progressivamente elevada para 11% e, depois, 13%.

Se a proporção de créditos estendidos em relação ao capital não pode ser mantida, o banco novamente impõe *chamadas de margem*. Isso pode levar a uma *sincronização* severa, pois muitos investidores são forçados a vender ao mesmo tempo e isso faz os preços dos ativos caírem.

O *índice de capital* normalmente se torna relevante se os bancos perdem capital por meio de *créditos ruins* de tomadores de alavancagem inadimplentes.

Em conclusão da primeira parte deste livro, o relatório divulgado pela OCDE sobre *risco sistêmico financeiro* descobriu ambos os tipos de regulamentação funcionarem bem em tempos de alavancagem moderada, mas se transformarem em crises intensificadoras quando a alavancagem for alta. Isso se deve principalmente aos *efeitos de sincronização*, aprimorados e induzidos pela regulação desse tipo.

Parte II – Estudo de Caso do Brasil

Capítulo 3.

Geração e Concentração da Riqueza Financeira

Introdução

Se eu contar para um estrangeiro qual é a concentração de renda e riqueza no Brasil, ele simplesmente dirá: *unbelievable!* Achará minha narrativa não merecer crédito por ser não acreditável ou incrível.

Tal injustiça social não se pode explicar e admitir. Para ele, é inimaginável ou inconcebível uma sociedade ocidental, dita civilizada, no século XXI, ainda aceitar tal desigualdade. Ela é exagerada, desmedida, fora do comum, excessiva...

Se é desmedida, tem de ser medida. Antes da Presidenta eleita e golpeada, Dilma Rousseff, promulgar a Lei nº 12.527/2011, regulamentando o direito constitucional de acesso às informações públicas, as informações sobre as DIRPF não eram acessíveis. Essa norma (<http://www.acessoainformacao.gov.br>) entrou em vigor em 16 de maio de 2012 e criou mecanismos capazes de possibilitar, a qualquer pessoa, física ou jurídica, sem necessidade de apresentar motivo, o recebimento de informações públicas dos órgãos e entidades.

A Lei vale para os três Poderes da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, inclusive aos Tribunais de Conta e Ministério Público. Entidades privadas sem fins lucrativos também são obrigadas a dar publicidade a informações referentes ao recebimento e à destinação dos recursos públicos por elas recebidos.

Após um governo democrático, tornou-se possível medir com maior precisão, principalmente, o antes muito difícil: *a concentração de riqueza no País.*

A Secretária da Receita Federal (SRF) deu acesso ao maior detalhamento dos Grandes Números das DIRPF, cujos anos-calendários (AC) são os anteriores. Ainda na gestão de Nelson Barbosa como Ministro da Fazenda, juntamente com a primeira edição do *Relatório da Distribuição Pessoal da Renda e da Riqueza da População Brasileira* de 2016, foi publicada uma Portaria de modo a

registrar a obrigatoriedade da divulgação dessa análise, com bases anuais, para a população brasileira conhecer melhor a distribuição de renda e do patrimônio no nosso país.

O relatório seria um avanço fundamental para nossa democracia. Ele daria mais transparência à estrutura da distribuição da renda e da riqueza no Brasil. Infelizmente, o retrocesso democrático o dificultou.

Para simplificar a apresentação do Relatório 2016, foi feita uma agregação do rendimento total por decil, deixando desagregados apenas os últimos estratos: 5%, 1% e 0,1% mais ricos. A partir dessa desagregação foi possível verificar a concentração da renda e riqueza de forma mais detalhada: os 5% mais ricos detinham 28% da renda total e da riqueza e o 1% dos declarantes mais ricos acumulavam 14% da renda e 15% da riqueza. Os 0,1% mais ricos detinham 6% da riqueza declarada e da renda total.

As informações foram desagregadas em *centis* – isto porque por lei não se individualizar contribuintes –, incluindo a informação por milésimo no 99º centil, das Declarações do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física 2015, ano-calendário 2014. A SRF divulgou três planilhas (em Excel e PDF). A Tabela I compreende a distribuição por centís, tendo como classificação a Renda Tributável Bruta (RTB).

O desafio para a análise científica contemporânea é transformar complexidade em simplicidade. No caso, quando deparamos com uma imensa planilha Excel de 110 linhas e 18 colunas, temos de usar recursos como agrupamentos de tópicos, segmentação de dados, tabelas dinâmicas, auto-soma e média, depurar fórmulas, unir planilhas e tabelas, mesclar e centralizar células, etc.

Fiz isso para criar *indicadores da estratificação social da renda* (tributável bruta, sujeita à tributação exclusiva, e isenta), das deduções, do imposto devido, dos bens e direitos e, por fim, das dívidas e ônus.

Os simples agrupamentos já revelaram desigualdades sociais assombrosas. Estava obrigado à entrega da DIRPF/2015 quem recebeu rendimentos tributáveis na declaração, cuja soma foi superior a R\$ 26.816,55. Então, quem recebeu em média menos de R\$ 2.234,71 mensais (ou 3,09 salários mínimos de 2014: R\$ 724,00)

era considerado entre a espécie de "párias", isto é, não-contribuintes ou "intocáveis" pelo fisco.

Em 2013, a população em idade ativa (PIA), isto é, com 15 anos ou mais de idade, chegou a 156,6 milhões. Nesse universo, cerca de 102,5 milhões (65,5%) compunham a população economicamente ativa (PEA) e 54,1 milhões de pessoas (34,5%) formavam a população não economicamente ativa (PNEA).

Os 27.367.071 contribuintes representavam pouco mais de ¼ da PEA. Eles comporiam as "castas" brasileiras. Talvez, por isso mesmo, os demais nem sempre eram tratados como cidadãos com todos os direitos e deveres...

Fiz a classificação social dos declarantes por agrupamentos da seguinte forma:

- metade (50%) seria a "classe média baixa" (CMB);
- 40% seria a "classe média-média" (CMM);
- 9% a "classe média-alta" (CMA);
- 1% dos "ricos" (R), inclusive
- o 0,1% composto de "ricaços" (RR).

No caso dos primeiros 50% (CMB), o limite superior da RTB do 50º. centil foi de declarante com renda de 33,75 mil reais no ano de 2014. Porém, a renda média anual per capita foi pouco menos de 20 mil reais ou R\$ 1.640,30 mensais, equivalente a 2,3 salários mínimos. Metade dos declarantes (13,7 milhões) ficaram nesse segmento.

Outros 11 milhões de declarantes estavam na CMM com o top dela recebendo quase R\$ 105 mil no ano, porém a renda média anual per capita foi 56 mil reais ou R\$ 4.660 mensais. Essa renda equivalente a 6,4 salários mínimos era, por exemplo, o primeiro salário de um recém-formado em alguma Universidade de excelência no Estado de São Paulo em 2014.

A CMA "se acha" – como dizia minha avó, "come angu, mas arrota peru" –, mas era composta por menos de 2,5 milhões de pessoas. A mais abonada recebeu 316 mil reais, no ano de 2014,

mas a média anual per capita era 164 mil reais ou R\$ 13.700 mensais, o equivalente a quase dezenove salários mínimos. Acima dela estavam os ricos.

O 1% top da distribuição de RTB (desconsiderando outros rendimentos) recebiam em renda média anual per capita mais de 1/2 milhão de reais (R\$ 531.108) ou R\$ 44.259 mensais, equivalente a 61 salários mínimos. Mais impressionante é: 27.367 pessoas (0,1% dos declarantes) recebiam a renda média mensal per capita de R\$ 135 mil!

Essa renda tributável bruta representava para esses 0,1% menos de 42% de seu rendimento total. Pois tinham 17% dos rendimentos sujeitos à *tributação exclusiva*, entre os quais ganhos de capital, rendimentos de aplicações financeiras, juros sobre capital próprio e participação no lucro ou resultados, e 41% de *rendimento isento*!

Entre estes isentos, lucros e dividendos, ou seja, o ganho de capital acionário ou a recuperação de prejuízos em renda variável. Ser capitalista aqui em *Terrae Brasiliis* não é o melhor negócio sem risco – e tributação?!

Proporcionalmente, a CMB tinha mais despesas dedutíveis (quase 40%) com dependentes. A CMM se destacava mais pelas despesas com instrução. E a CMA privilegiava mais investir em Previdência Complementar, pois seu RTB médio mensal (4.659,91) já ultrapassava o teto do INSS em 2014: R\$ 4.390,24.

Era chocante o confronto entre as três tabelas divulgadas pela SRF. Além da Tabela I (RTB) com os dados citados, ela divulgou a Tabela II. Compreendia a distribuição por centís, tendo como classificação o somatório da RTB mais os Rendimentos dos sócios ou titulares de Micro e Pequenas empresas mais os Rendimentos recebidos a título de lucros e dividendos (RB1).

A Tabela III, compreendia a distribuição por centís, tendo como classificação o somatório da RTB mais os Rendimentos dos sócios ou titulares de Micro e Pequenas empresas mais os Rendimentos recebidos a título de lucros e dividendos mais os Rendimentos Sujeitos à Tributação Exclusiva (RB2).

As RTB médias anuais de cada centil não se diferenciavam muito quando se acrescentava o RB1. Porém, havia grande diferença quando se comparava com a coluna onde se considerava o RB2.

Calculando a diferença entre RB2 e RB1, obtinha-se só os rendimentos sujeitos à tributação exclusiva por ano. Aí, então, as diferenças de 10 em 10 centis se tornavam gritantes. E ficavam mais pronunciadas quando, na última coluna, estimava-se os valores mensais desses dez centís selecionados. O 100º. obteve de *rendimentos sujeitos à tributação exclusiva*, onde se destacam os ganhos de capital, os rendimentos de aplicações financeiras, juros sobre capital próprio e participação nos lucros ou resultados (PLR), R\$ 461 mil mensais!

O mais inacreditável era constituído pelos dados divulgados pela SRF para os decis do 99º. percentil. Provocava a dúvida de ser verdade, considerando todos os rendimentos (RB2) do 1% top, o limite superior desse centil (com 273.671 declarantes) atingir R\$ 1.071.215.915,10. Quem é este bilionário em renda? Ele ganhou no ano de 2014 renda tributável bruta de R\$ 154 milhões? RB2 sete vezes a RTB?!

A RB2 média anual desses ricos (1% top) atingiu pouco mais de seis milhões de reais: R\$ 6.077.746,42. Porém, os valores de cada decil do 99º. percentil são inacreditavelmente elevados: cerca de 10 vezes maior, ou seja, acima de R\$ 61 milhões até ultrapassar R\$ 69 milhões no 0,1% ricoço.

Se isso for verdade, cada um desses decis, composto por 27.367 pessoas, ganhou a cada mês de 2014 o valor médio de R\$ 5,261 milhões. Suspeito os dados divulgados pela SRF, referentes a RB2 dos decis do 99º. percentil, estarem com a vírgula deslocada em um décimo, ou seja, tem de se mover em uma casa à esquerda.

Como *proxy* para verificar se a origem dessa riqueza está em rendimentos de aplicações financeiras, pelo Relatório ANBIMA de *Private Banking*, em dezembro de 2014, haviam 57.705 grupos econômicos como clientes. Na época a ANBIMA não distinguia entre grupos e clientes, por exemplo, em dezembro de 2015 eram 52.050 grupos e 109.894 o número de clientes resultado da soma dos CPF's e CNPJ's atendidos pelo Private.

A posição de AuM (*Assets under Management*) somava R\$ 645.064,51 milhões. Considerando a Selic média anual em 2014 (11,6%) aplicada sobre esse saldo, o rendimento seria R\$ 74.827.483.160. Dividindo-o por 57.705 grupos, daria o rendimento financeiro médio per capita anual de R\$ 1.296.724,43. Esse valor equivaleria a “apenas” R\$ 108.060,37 mensais, longe daqueles R\$ 5,261 milhões.

Então, estes Rendimentos Sujeitos à Tributação Exclusiva viriam não tanto de rendimentos de aplicações financeiras, mas sim de ganhos de capital, juros sobre capital próprio, participação no lucro ou resultados. A exploração de capital produtivo parece ter oferecido melhores resultados, para os ricos, em vez dos juros compostos sobre o capital financeiro. O principal fator de concentração de renda estaria aí.

Corrigidos os valores divulgados pela SRF para cada decil do 99º. percentil em uma casa decimal, os números se tornam mais realistas com a média mensal de R\$ 485.217,96 de rendimentos sujeitos à tributação exclusiva. De acordo com minha estimativa, os rendimentos financeiros teriam sido 22% deles.

Se os dados divulgados pela SRF estiverem corretos, o retrato social revelado é a grande maioria dos brasileiros mal ter ultrapassado o estágio de apenas quatro gerações de descendentes de escravos – seus bisavôs. Conquistou poucos direitos da cidadania, sejam civis-sociais-políticos, sejam econômicos.

A desigualdade é tão pronunciada a ponto de os trabalhadores explorados parecerem estar ainda em *senzalas*. E as *casas-grandes* pouco se importam...

Tabela I, II e III - Informações da DIRPF 2015 (Ano Calendário 2014) de 10 em 10 Centís

Centil	Quantidade Contribuintes	RTB, Rend. de sócio / titular de Micro e Pq empresa e Lucros e Dividendos (RB1)	Renda Tributável Bruta (RTB)	+Rend. Suj. Trib. Exclusiva (RB2)	Só Rend. Suj. Trib. Exclusiva (RB2 - RB1)	Só Rend. Suj. Trib. Exclusiva (RB2 - RB1) / 12	
		média (R\$)	média (R\$)	média (R\$)	média (R\$) por ano	média (R\$) por mês	
10	273.671	8.676,28	8.675,51	29.046,68	20.370,40	1.697,53	
20	273.671	20.110,92	20.076,65	190.948,48	170.837,56	14.236,46	
30	273.671	25.681,42	25.660,18	437.488,84	411.807,42	34.317,29	
40	273.671	28.148,95	28.119,87	719.961,47	691.812,52	57.651,04	
50	273.671	33.484,75	33.442,52	1.056.875,88	1.023.391,13	85.282,59	
60	273.671	40.484,50	40.425,08	1.463.413,94	1.422.929,44	118.577,45	
70	273.671	50.488,97	50.393,64	1.964.010,80	1.913.521,83	159.460,15	
80	273.670	66.300,39	66.107,73	2.607.925,62	2.541.625,23	211.802,10	
90	273.670	102.084,70	101.623,29	3.536.556,47	3.434.471,77	286.205,98	
	273.670	544.893,12	531.108,32	6.077.746,42	5.532.853,30	461.071,11	
100	1	27.367	324.038,72	321.031,62	61.158.949,53	60.834.910,81	5.069.575,90
	2	27.367	334.159,47	330.794,86	61.556.573,83	61.222.414,36	5.101.867,86
	3	27.367	347.342,76	343.143,83	61.974.273,69	61.626.930,93	5.135.577,58
	4	27.367	362.796,90	358.185,00	62.416.931,89	62.054.134,98	5.171.177,92
	5	27.367	382.832,88	376.875,34	62.891.309,84	62.508.476,96	5.209.039,75
	6	27.367	410.936,52	403.397,75	63.407.942,98	62.997.006,47	5.249.750,54
	7	27.367	450.761,36	441.089,29	63.985.369,01	63.534.607,65	5.294.550,64
	8	27.367	513.192,94	499.921,83	64.663.859,69	64.150.666,75	5.345.888,90
	9	27.367	636.796,12	615.404,06	65.559.715,15	64.922.919,04	5.410.243,25
	10	27.367	1.686.073,53	1.621.239,62	69.135.939,26	67.449.865,72	5.620.822,14

Fonte: SRF- DIRPF 2015 - AC 2014 Agrupados por Centís tendo o 99º. percentil distribuído por decil

Centil	Quantidade Contribuintes	Renda Tributável Bruta			
		centil (R\$)	média anual (R\$)	média mensal (R\$)	
1	Colunas1	273.671	-	-	-
Subtotal 50%		13.683.536	33.749,20	19.683,62	1.640,30
Subtotal 40%		10.946.828	104.657,97	55.918,90	4.659,91
Subtotal 9%		2.463.037	316.326,31	164.027,74	13.668,98
100	1%+	273.670	154.422.087,84	531.108,32	44.259,03
	1	27.367	326.000,21	321.031,62	26.752,64
	2	27.367	336.397,59	330.794,86	27.566,24
	3	27.367	350.372,59	343.143,83	28.595,32
	4	27.367	366.596,17	358.185,00	29.848,75
	5	27.367	388.728,32	376.875,34	31.406,28
	6	27.367	419.903,93	403.397,75	33.616,48
	7	27.367	465.592,06	441.089,29	36.757,44
	8	27.367	542.198,44	499.921,83	41.660,15
	9	27.367	721.400,00	615.404,06	51.283,67
	10	27.367	154.422.087,84	1.621.239,62	135.103,30
Total		27.367.071	154.876.821,32	192.684,65	16.057,05

Fonte: SRF- DIRPF 2015 - AC 2014 Agrupados por Centís tendo o 99º. percentil distribuído por decil

Concentração da Riqueza Financeira Per Capita no Ano do Golpe

ANBIMA » Private Banking Estatísticas						
	dezembro-16		dezembro-15		Evolução (%) no Ano	Diferença
POSIÇÃO DE AuM (R\$ Milhões)	831.593,53	100,0%	712.480,02	100,0%	16,72	119.113,51
Riqueza Per Capita (R\$)	7422556,40		6.483.339		14,49%	939.217,73
DOMICÍLIO DO CLIENTE						Riqueza Per Capita 2016
TOTAL DE AuM POR DOMICÍLIO	831.593,53	100,0%	712.480,02	100,0%	16,72	R\$ 7.422.556,40
São Paulo	474.227,75	57,0%	402.725,80	56,5%	17,75	R\$ 8.246.865,46
Grande São Paulo	406.813,05	48,9%	341.191,39	47,9%	19,23	R\$ 8.985.577,87
Interior	67.414,70	8,1%	61.534,42	8,6%	9,56	R\$ 5.512.240,31
Rio de Janeiro	128.349,25	15,4%	115.746,45	16,2%	10,89	R\$ 7.709.126,85
Minas Gerais / Espírito Santo	48.173,04	5,8%	39.012,62	5,5%	23,48	R\$ 4.978.611,41
Sul	105.878,47	12,7%	92.732,14	13,0%	14,18	R\$ 7.718.214,68
Centro-Oeste	21.498,66	2,6%	18.453,85	2,6%	16,50	R\$ 3.722.712,14
Nordeste	48.430,69	5,8%	39.773,85	5,6%	21,77	R\$ 6.190.017,14
Norte	5.035,65	0,6%	4.035,32	0,6%	24,79	R\$ 5.658.039,12
NÚMERO DE CLIENTES POR DOMICÍLIO (CPF+CNPJ)	112.036	100,0%	109.894	100,0%	1,95	Grupos Econômicos 2016 54.100
São Paulo	57.504	51,3%	56.803	51,7%	1,23	27.639
Grande São Paulo	45.274	40,4%	44.562	40,5%	1,60	21.925
Interior	12.230	10,9%	12.241	11,1%	-0,09	5.714
Rio de Janeiro	16.649	14,9%	16.959	15,4%	-1,83	8.722
Minas Gerais / Espírito Santo	9.676	8,6%	9.380	8,5%	3,16	4.320
Sul	13.718	12,2%	12.871	11,7%	6,58	6.454
Centro-Oeste	5.775	5,2%	5.614	5,1%	2,87	2.786
Nordeste	7.824	7,0%	7.433	6,8%	5,26	3.685
Norte	890	0,8%	834	0,8%	6,71	494

Desde 1947, quando se passou a calcular as Contas Nacionais, oficialmente, nunca antes tinha se registrado tão grande depressão acumulada em dois anos seguidos: -7,2%. Foi -3,8% em 2015, quando voltou a Velha Matriz Neoliberal com Joaquim Levy, e -3,6% em 2016, quando se paralisou a economia para criar o ambiente propício ao Golpe de Estado.

Na crise 1929-33, a queda absoluta foi de -5,3%; na crise criada por Delfim Neto em 1981 e 1983, a queda acumulada foi de -6,3%; e na crise provocada pelo confisco do Plano Collor, -3,4%. Em 2020, a queda do produto real foi -4,1%.

Caindo o fluxo de renda, diminui o valor adicionado na economia em relação ao ano anterior, sendo esta considerada como um todo. Entretanto, com o "cobertor (mais) curto", há maior disputa para se cobrir ou proteger. Aqui, em *Terrae Brasilis*, esta cobertura vai para a cabeça e se descobrem as mãos e os pés!

André João Antonil (1649-1716), em *Cultura e Opulência do Brasil*, livro publicado em 1711, reconhecia: "os escravos são as mãos e os pés do senhor de engenho, porque sem eles no Brasil não

é possível fazer, conservar e aumentar fazenda, nem ter engenho corrente”.

Era de se esperar, analiticamente, o confirmado pelas Estatísticas de *Private Banking*, publicadas pela ANBIMA, com evidências empíricas. Estas comprovaram a elevação da grande concentração da riqueza financeira no Brasil.

Nelas não se consideram imóveis urbanos (cerca de 36% nas DIRPF), automotores (8%), terra (4%) e outros bens (5%). Estima-se a riqueza financeira representar cerca de 47% do total de bens e direitos declarados por Pessoas Físicas naquele ano-calendário.

Qual é o corte para ser considerado cliente de *Private Banking*? Por exemplo, o Bradesco, tradicionalmente um banco comercial focado no varejo, após a incorporação do HSBC, subiu “a régua” para ingresso no *Private Banking*. Era R\$ 3 milhões em recursos aplicados e foi para R\$ 5 milhões.

Além disso, criou duas novas subclasses de atendimento para o público endinheirado. Os clientes com valores entre R\$ 15 milhões a R\$ 50 milhões com o banco ficarão debaixo da segmentação *high* (de *high-net worth wealth management*, o equivalente à gestão de altos patrimônios), e aqueles com mais de R\$ 50 milhões estarão alocados na *ultra high*, do clube dos mais afortunados ainda.

Quanto maior o volume de negócios, menor vai ser a quantidade de clientes atendida por um mesmo profissional: na faixa *ultra high*, a carteira é de 30 clientes por gerente; na *high* são 60, enquanto a base do *Private Banking* reúne de 100 e 120 contas por gestor.

Dos cerca de R\$ 100 bilhões debaixo da área de *Private Banking* do Bradesco, aproximadamente 15% vieram do britânico HSBC. Este mantinha a tradição de banco estrangeiro focar apenas na elite branca brasileira.

Antes esse segmento de clientes era ligado ao Bradesco BBI, dedicado a operações de atacado. Passou a ficar debaixo da vice-presidência responsável pela rede do banco. Esta também passou a comandar o “*prime*”, atendendo o *varejo afluyente*, com renda acima de R\$ 10 mil. Até chegar ao corte do *Private*, há ainda outras duas

subclasses de atendimento: as faixas acima de R\$ 100 mil até R\$ 1 milhão e deste valor até R\$ 5 milhões em volume de negócios.

Nessa área, o “jogo de rouba-monte” tende a prevalecer em circunstâncias de ausência de eventos propiciadores de geração de riqueza pessoal, como venda de empresas familiares nacionais para grupos estrangeiros. Em geral, beneficia o patriarca e os herdeiros do clã.

Os processos de sucessão familiar geram também muita fidelização aos bancos. Este os trata como gente, isto é, têm atendimento pessoal primoroso, tipo “*prime*”. Com este carinho se chega a um grau de intimidade com a(o) cliente a ponto de ele(a) ficar mais “casado” com o banco, se comparado a(o) própria(o) esposa(marido)!

Segundo o mapeamento da ANBIMA, o *Private Banking* brasileiro reunia, ao fim de 2016, R\$ 831,6 bilhões, de 112 mil clientes ou 54,1 mil famílias. Estas eram as dos verdadeiros “Donos do Poder”.

Com esta base de clientes crescendo menos de 2% (ou 2.142 CPFs), a riqueza financeira per capita se elevou em 14,49%. Não era de se esperar com o juro básico (Selic) permanecendo em 14,25% aa durante dez meses naquele ano?!

Esta *casta de rentistas* praticamente não adicionou valor novo à sua fortuna. Ela se elevou em média per capita em quase R\$ 940 mil sem nenhum esforço de expandir capacidade produtiva e gerar empregos. Apenas com a capitalização dos juros, passou de R\$ 6,483 milhões para R\$ 7,423 milhões!

Enquanto isso, os 6,2 milhões clientes do *varejo tradicional* (classe média baixa) tinham a riqueza financeira per capita de R\$ 50 mil e os 3,3 milhões clientes do *varejo de renda alta* (classe média alta) tinham em média per capita R\$ 167 mil aplicados em títulos e valores mobiliários em junho de 2016.

Para estas castas, cujo número de pessoas de 9,6 milhões era similar ao dos formados em Ensino Superior, no início da década, a taxa de juro brasileira disparatada em relação à do resto do mundo fazia seu trabalho anual de *discriminação social*, concentrando ainda

mais a riqueza financeira. Os 56 milhões de *párias* tinham em depósitos de poupança a média per capita de R\$ 10 mil, recebendo juros mensais abaixo da taxa de inflação.

Portanto, o “jogo de rouba-monte” era socialmente mais dramático, face ao aparentado de imediato. Não ocorria entre as fortunas das *castas*. O jogo de enriquecimento sem expandir capacidade produtiva roubava empregos e renda dos *párias*!

Viés da Auto Atribuição de Riqueza Imobiliária (e Imobilizada)

Em 2017, o *rendimento médio mensal domiciliar per capita* no país foi de R\$ 1.511, ou seja, em família típica de 3 pessoas seria R\$ 4.533 o ponto central da classe média de renda. As menores médias foram no Nordeste (R\$ 984) e Norte (R\$ 1.011), regiões onde quase metade da população (respectivamente, 49,9% e 48,1%) tinha rendimento médio mensal domiciliar per capita de até meio salário mínimo. Estas são algumas informações da *Síntese de Indicadores Sociais 2018*.

Em 2017, os 10% das pessoas com os maiores rendimentos (de todas as fontes) do país acumulavam 43,1% da massa total desses rendimentos, enquanto os 40% com os menores rendimentos detinham apenas 12,3%. Esse estrato do topo concentrava 3,5 vezes mais rendimentos em comparação com a base, razão conhecida como o Índice de Palma.

Nessa mesma comparação, o Distrito Federal foi a unidade da federação mais desigual, onde os 40% das pessoas com os menores rendimentos acumularam 8,4% da massa e os 10% das pessoas com os maiores rendimentos detinham 46,5%. Em 2017, a razão entre esses dois valores chegou a 5,6 no DF, e superou as outras 26 unidades da federação.

Entre os 10% mais ricos, em 2017, entre 90% e 95% o rendimento médio mensal real de todos os trabalhos era R\$ 5.214, entre 95% e 99%, R\$ 9.782, e no top 1% mais rico, R\$ 27.213. Vamos arbitrar essas serem as rendas, respectivamente, da classe média (ou varejo tradicional), classe média alta (ou varejo de alta renda) e ricos.

Os *ricos* do segmento de clientes bancários *Private Banking* eram 123.370 CPFs, cada qual com a riqueza financeira per capita de R\$ 8,466 milhões em setembro de 2018. Faziam parte de 58.258 grupos familiares, cada qual com quase 18 milhões de reais em saldo médio.

A *classe média baixa* era composta pelos 7,5 milhões clientes do varejo tradicional investidores em títulos e valores mobiliários. Cada um tinha em média pouco mais de R\$ 46 mil reais em investimentos financeiros. A *classe média alta*, isto é, os 4 milhões clientes do varejo de alta renda possuíam, em média per capita, pouco mais de R\$ 181 mil.

Nessa estratificação social por riqueza ficava mais pronunciada a desigualdade social brasileira. Essa classificação distinguia *as castas de natureza ocupacional*: eram os investidores em Fundos de Investimentos Financeiros e Títulos e Valores Mobiliários.

Nesse caso, eram desprezados os depositantes de poupança como fossem “párias”, excluídos da economia financeira. Existiam 62 milhões com depósitos acima de R\$ 100, com saldo médio per capita de R\$ 11.434,14, e 78,7 milhões com depósitos inferiores a R\$ 100 com saldo médio de R\$ 15,07. No entanto, o saldo total dos depósitos de poupança de R\$ 708,8 bilhões era o maior *funding* ou fonte de financiamento imobiliário.

A SIS 2018 mostrou 27 milhões de pessoas (13,0% da população) viverem em domicílios com ao menos uma das quatro inadequações analisadas. O adensamento excessivo (domicílio com mais de três moradores por dormitório) foi a inadequação domiciliar do maior número de pessoas: 12,2 milhões, ou 5,9% da população do país em 2017.

O ônus excessivo com aluguel (ao superar 30% do rendimento domiciliar) afetava 10,1 milhões de pessoas (4,9%), em contexto de 17,6% dos imóveis residenciais serem alugados. Essa inadequação foi mais presente no Distrito Federal (9,1%) e São Paulo (7,1%), as duas unidades da federação com maior renda média.

A proporção de pessoas de 25 a 34 anos com ensino superior completo no Brasil (19,7%) era de pouco mais da metade do observado para a média dos países da OCDE (36,7%). Nos Estados

Unidos era bem próxima da média da OCDE e abaixo da Suíça e da Coreia do Sul, porque ambas beiravam 70%, considerando o Ensino Superior de ciclo curto, existente em todos os países acima da média.

Brasil era o país com o maior nível de desigualdade entre suas unidades subnacionais (UFs) referente à conclusão do ensino superior (*Education at a Glance 2018: OECD Indicators*). Essa proporção de pessoas de 25 anos ou mais de idade com ensino superior completo por UF para o Distrito Federal (33,2%) era 4,5 vezes maior se comparada à do Maranhão (7,4%).

Em seguida ao Distrito Federal, vinha São Paulo (21,7%) e Estado do Rio (18,3%). Essas eram as três UF onde moravam as maiores proporções das castas com formação universitária. Elas se achavam ricas. *Muitas comiam angu e arrotavam peru...*

No imaginário social dessa gente esnobe, ela se achava rica por morar em habitação onde atribuía, subjetivamente, o valor acima de um milhão de reais. Pesquisas internacionais de riqueza pessoal desconsideram a residência principal entre os ativos disponíveis para obtenção de outras formas de riqueza.

Faz sentido: *os ativos imobiliários por definição são imobilizados*. Significa terem pouca liquidez, isto é, lenta capacidade de conversão em meios de pagamento plenamente líquidos sem diminuir os preços solicitados. Liquidez monetária propicia o poder aquisitivo imediato capaz de comandar decisões econômico-financeiras com autonomia.

Sendo assim, *a riqueza financeira representa melhor indicador de posses individuais*. Porém, há outros ativos de base imobiliária propiciadores de rendimentos mensais (alugueis) e ganhos de capital com base na regra de ouro do comércio: comprar barato para vender caro.

Nas 28 milhões DIRPF AC 2016, esses ativos eram 40% dos bens e direitos, declarados em seus valores históricos e/ou contábeis: R\$ 3,2 trilhões. Apartamentos (R\$ 1,168 trilhões) representavam 14% do total de bens, e casas (R\$ 922 bilhões), 11%. Automotores, embarcações e aeronaves eram 7% (R\$ 563 bilhões). Sobravam como Haveres Financeiros 53%, ou R\$ 4,3 trilhões, equivalentes a 70% do M4 de dezembro de 2016.

No *boom* dos preços de imóveis, classificados por alguns, apressadamente, como “bolha imobiliária”, em função da abundante oferta de financiamentos imobiliários, virou mania a especulação com a compra de imóveis na planta de modo a seguir a tendência de alta dos preços. O especulador comprava da incorporadora e esperava vender com uma diferença entre o preço de compra e o preço de venda capaz de propiciar um ganho de capital superior ao possível de ganhar no mercado financeiro com juros – ou com menos incerteza, se comparado aos demais mercados de riscos: bolsa, dólar, etc.

Com a implosão dessa “falsa-bolha”, os investidores resolveram devolver os imóveis às incorporadoras com o pedido de devolução de tudo pago em *distrato*. De repente, os empreendimentos imobiliários prontos restaram vazios! Os preços caíram ainda mais!

Pergunta-se: como são formados os preços dos imóveis? Como lhes atribui valor?

Seus determinantes objetivos capazes de gerar ganhos de capital são:

1. dependência de trajetória (tendência de alta ou baixa) em cenário macroeconômico incerto;
2. evolução da taxa de juro de referência ou custo de oportunidade em juros de investimentos alternativos;
3. condições do crédito imobiliário ou valor da entrada, juros e prazo de amortização;
4. localização do imóvel ou preços dessincronizados por locais;
5. características do imóvel (planta, tamanho e acabamento);
6. documentação do imóvel e custo de transação, inclusive tributários, em torno de 9% do valor do imóvel.

A variação do Índice FipeZap para venda de imóvel de junho de 2012 a junho de 2015 foi de 29,43%. Ficou desde então até agosto de 2018 no mesmo patamar.

Nos 36 meses anteriores, no âmbito nacional, caiu -0,42%. Em São Paulo, subiu 3,36% e em Belo Horizonte, 8,16%. No Rio de

Janeiro, caiu -10,24% e em Brasília -5,09%. No mesmo período trienal, aluguel em São Paulo elevou-se 1,83% e no Rio caiu -18,68%.

Em novembro de 2018, o valor médio de venda dos imóveis residenciais nas 20 cidades monitoradas foi de R\$ 7.521/m². Rio de Janeiro se manteve como a cidade com o m² mais elevado do país (R\$ 9.405/m²), seguida por São Paulo (R\$ 8.841/m²) e Distrito Federal (R\$ 7.787/m²).

As capitais monitoradas com menor valor médio de venda residencial por m² foram Goiânia (R\$ 4.194/m²) e Salvador (R\$ 4.899/m²). Em Campinas era R\$ 5.562 (59% do Rio): *havia custo de oportunidade ao não morar no interior...*

Como amostra do *estado do mercado imobiliário*, em 07/12/18, foram encontradas 301.126 casas (padrão) e 1.027.569 apartamentos à venda no Brasil. No estado de São Paulo, eram respectivamente 144.388 (48%) e 489.686 (48%). Na cidade de São Paulo, foram encontrados 58.992 e 268.933 anúncios para cada um desses tipos de moradia.

Na capital de São Paulo, casa padrão à venda entre R\$ 500 mil e R\$ 900 mil tinha 21.911 e acima desse valor 26.193. Quanto a apartamento padrão, nas mesmas faixas de valor, eram, respectivamente, 80.129 com maior liquidez e 114.835 mais caros. Naquela primeira faixa, apartamento padrão entre 45 e 75 m² tinha 30.717. Na Zona Oeste de São Paulo já reduzia para 9.728. Lá estava a moradia típica da jovem classe média universitária.

É possível estimar quantos indivíduos se achavam milionários, devido ao valor da residência colocada à venda acima de R\$ 900 mil. No Zap Imóveis, em âmbito nacional, foram encontrados 79.506 anúncios de casa padrão, 71.618 de casas de condomínio, 1.047 casas de vila, 41.944 coberturas, 1.560 flats, 93 kitchenette, 386 *loft*, e 254.223 de apartamento padrão. Somavam 450 mil potenciais milionários caso consigam vender.

Quando se tomava o valor médio de bens e direitos declarados por valores contábeis (DIRPF AC 2016) apenas na faixa acima de 20 salários mínimos alcançava mais de um milhão de reais: eram 947.830 declarantes. Na faixa de 20 a 30 salários mínimos eram

582.015 com a média de R\$ 1,098 milhão, inclusive os ativos financeiros.

Provavelmente, desconheciam haver no site de uma corretora imobiliária de alto padrão 11 imóveis à venda a partir de trinta milhões de reais e 29 entre R\$ 20 milhões e R\$ 30 milhões. Senão ficariam tristes por não serem tão ricos como sonhavam ser... A auto atribuição subjetiva de riqueza se dava em função de variáveis fora de seus controles.

Estagdesigualdade: Estagnação do Fluxo de Renda e Concentração do Estoque de Riqueza

Diversas metáforas são utilizadas para ilustrar os conceitos de fluxo e estoque. *Estoque* representa um volume/valor dimensionado em determinado instante no tempo. *Fluxo* significa uma quantidade mensurada *durante* determinado período de tempo.

Alternativamente, *estoque* mede a quantidade existente em determinado momento, enquanto *fluxo* mede a variação ao longo de um período dessa quantidade estocada.

Outra metáfora é a da torneira e do tanque. *Fluxo* seria a quantidade de água injetada através da torneira no tanque. *Estoque* seria a quantidade de água acumulada no tanque.

Se há um ralo aberto, há um *fluxo de saída*. Se for menor, comparado ao *fluxo de entrada*, o resultado líquido será o gradual enchimento do tanque.

Ainda há aquela analogia com a diferença entre *retrato* – uma imagem – e *filme* – uma sequência de imagens retratadas, durante certo tempo, visualizada em velocidade maior. O *estoque* seria ilustrado pela imagem “congelada” (ou estática), enquanto o *fluxo* seria a impressão da imagem em movimento.

Daí o explicador didático salta para apresentar fluxo e estoque em Economia: o *fluxo*, denominado PIB (Produto Interno Bruto), seria o valor adicionado em rendas (salário, lucro, juro e aluguel) durante o ano. Sua variação anual é estimada pela diferença entre o saldo do fim do ano e o do ano anterior. Já o *estoque* seria a riqueza.

“*Riqueza das Nações*” seria um título impreciso, embora nomeie o livro clássico publicado por Adam Smith, em 1776, mesmo ano da Declaração de Independência dos Estados Unidos em relação ao Império Britânico. A *riqueza das nações* seria composta por recursos naturais, força do trabalho, capital, infraestrutura, ciência e tecnologia, entre outros bens e conhecimentos acumulados.

Segundo mapeamento do *Global Wealth Report 2019*, realizado pelo banco *Credit Suisse*, as famílias brasileiras reuniam ativos da ordem de US\$ 3,5 trilhões, no fim de junho de 2018. Houve um aumento de US\$ 312 bilhões no intervalo de um ano. Esse valor patrimonial equivalia quase ao dobro do estagnado PIB brasileiro em dólares!

Estimava o número de *milionários em dólar*, residentes no país, ter elevado de 217 mil adultos para 259 mil, um incremento de 19,4%. Colocava o país no grupo de economias com maior crescimento de riqueza pessoal, em período de *estagdesigualdade*, só atrás de Holanda, Alemanha, China Japão e Estados Unidos.

No Brasil, os ativos financeiros respondiam por 49% do patrimônio bruto das Pessoas Físicas, em comparação a 42% em 2010. Esta era a participação registrada nas DIRPF no estoque de bens e direitos.

A acumulação de riqueza financeira, além dos fluxos de entrada de novas aplicações financeiras planejadas ou com “sobras de renda”, ocorre em função da taxa de juro de referência para a renda fixa ou devido ao “comportamento de manada” de seguidores de tendência firme de alta das cotações de companhias abertas. Recebem *fluxos de dividendos* ou obtêm *ganhos de capital* ao vender certo estoque de ações por valor de mercado superior ao da compra.

ANBIMA » Private e Varejo | Relatórios

Volume financeiro por segmento

Dados em R\$ milhões

Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-13	212.751,0	368.840,8	577.177,22	1.158.769,0
dez-14	775.345,2	502.062,8	645.064,51	1.922.472,5
dez-15	825.638,0	586.212,5	712.480,02	2.124.330,5
dez-16	853.085,1	693.963,6	831.593,53	2.378.642,2
dez-17	915.950,2	778.255,0	968.802,24	2.663.007,4
dez-18	958.703,3	872.590,0	1.080.825,57	2.912.118,8
dez-19	968.288,3	987.867,9	1.306.861,44	3.263.017,6
dez-20	1.164.379,6	1.054.049,4	1.482.640,54	3.701.069,5

Em termos agregados, as variações anuais dos estoques de riqueza dos três segmentos de clientes bancários estão no quadro abaixo. Confira as taxas de crescimento da acumulação financeira muito acima das variações anuais do PIB per capita.

Em 2015, este caiu -4,4%, em 2016 caiu -4,1%, em 2017 elevou 0,5%, em 2018 cresceu 0,49% e em 2019 só 0,31%. Houve estagnação da renda per capita até sua queda absoluta em 2020.

Entretanto, persistiu a acumulação financeira dos segmentos de alta renda e dos ricos do *Private Banking*. No ano 2019, a destes clientes variou 21%, enquanto a da massa dos tipicamente depositantes de poupança cresceu só 1%. No ano da pandemia, aumentou bastante a poupança destes (17%), porém, abaixo do aumento da fortuna financeira do *Private* (31%).

Variações no Ano da Riqueza Financeira dos Segmentos

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%
dez-20	17%	9%	31%	20%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Comparando os estoques de riqueza financeira com os fluxos de renda anual, representados pelo PIB nominal, observa-se na tabela abaixo como aumentaram as participações dos saldos financeiros de

clientes de alta renda e mais ainda as dos ricos. Enquanto isso, o estoque dos clientes mais pobres manteve praticamente a mesma participação no PIB entre 2015 e 2019, só se elevando no ano da pandemia em função da estagnação do PIB nominal (R\$ 7,4 trilhões), embora com queda do produto real no ano 2020 (-4,1%).

Riqueza Financeira dos Segmentos 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%
dez-20	15,7%	14,2%	20,0%	49,9%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Os infelizes dependem essencialmente do crescimento do fluxo de renda, enquanto os felizes com sobra de renda acumulam estoques de ativos (formas de manutenção de riqueza) em ritmo superior ao do crescimento do PIB. Quando houve a disparidade dos juros brasileiros (2015-2018), acumularam em renda fixa, quando caiu a paridade ganharam especulando com ações, cotações do dólar e, de maneira breve, apostaram na alta dos preços de imóveis.

Se ainda não ficou clara a elevação da concentração da riqueza financeira entre os três segmentos (classe média baixa, classe média alta e ricos), confira as participações de cada qual desde o fim da Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014) ou pós-golpismo.

Concentração da Riqueza Financeira dos Segmentos

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%
dez-20	31,5%	28,5%	40,1%	100,0%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Até agosto de 2021, houve um aumento extraordinário de contas do Varejo Tradicional em depósitos a prazo, atingindo 24,686 milhões. Com isso (e mais 80,5 milhões de contas de depósitos de poupança), esse segmento alcançou 116,225 milhões de contas,

enquanto o Varejo de Alta Renda alcançava 12,250 milhões e o *Private Banking* 123.848. Considerando as 83,6 milhões contas de depositantes de poupança com saldo acima de R\$ 100, no total eram 128,475 milhões de investidores financeiros Pessoa Física no Varejo.

O ciclo de negócios com fluxo de renda oscilatório é inerente à estrutura de um sistema com múltiplos componentes interativos, entre os quais, os econômicos. Mas ele pode estar em *modo de amortecimento*, definindo como está a economia brasileira, e o processo de concentração do estoque de riqueza ser mantido em movimento por atrasos na percepção da Autoridade Monetária a ocorrerem desde a primeira Grande Depressão (2015-16), persistindo na segunda (2020), aquela para baixar, esta para elevar a taxa de juro básica de referência frente à taxa de inflação e à taxa de câmbio.

As seguidas fixações de juros são arbitrarias. São políticas de tomada de decisão crucial. Altera o contexto de maneira irreversível a não ser à custa de prejuízo por atraso ou cancelamento de projetos.

O comportamento dinâmico surge de *loops* de *feedback* ou rotações realimentadas. A atual equipe governamental adota só a austeridade fiscal, de maneira anacrônica com a fase do ciclo. Deixa descapitalizados e inoperantes os bancos públicos sistemicamente importantes. As ações independentes do Banco Central do Brasil antes arbitraram taxas de juro disparatadas, em relação ao restante do mundo, e depois foram lentas ao abaixar a Selic e também atrasadas em elevar a partir do último trimestre de 2020.

Alteraram o estado do sistema emergente das interações de múltiplos componentes. Através de processos cumulativos, o novo estado influencia as ações futuras. Depressão, metas inalcançadas e comportamentos cautelosos são gerados por círculos viciosos.

Nas interconexões, o reforço de *feedback* exige atenção especial às acumulações de estoques no sistema. Elas resultam da desacoplagem das taxas dos *fluxos de entrada* e das taxas de *fluxos de saída*, viabilizando a dinâmica da concentração de riqueza.

Uma representação do sistema sem os *acumuladores de estoques ou saldos* mostra apenas o *retardo de fluxos*. Saldos bancários ociosos, isto é, sem lastrear carteira de crédito, apenas carteira de títulos, falta de pedidos a fornecedores, estoques

excessivos de fatores de produção e alto grau de endividamento de empresas não-financeiras resultam de *acumulações sem fluxos de saída*.

Eles permitem independência de decisões em uma parte de um sistema em relação a outras partes em curto prazo. Por exemplo, a postergação de decisões de investimento produtivo não atende à demanda por emprego da força do trabalho.

Outro exemplo: um choque cambial pode levar mais tempo a ser repassado para preços por haver bastante estoque de importados com o dólar anterior e a demanda por eles estar fraca. Com o tempo, sem fluxos de entrada, os estoques acumulados também se esgotarão.

Evolução da Concentração da Riqueza Financeira por Segmentos de Clientes						
Produtos Bancários						
Dezembro de 2015						
Riqueza Financeira	Valor (R\$ 1000)	Em %	Clientes	Em %	Per Capita (R\$)	Em %
VAREJO TRADI CI ONAL	821.830.669	39%	66.583.725	93%	12.342,82	0,2%
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	531.772.400	25%	60.260.349	84%	8.824,58	0,1%
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	290.058.269	14%	6.323.376	9%	45.870,79	0,7%
VAREJO ALTA RENDA	569.896.867	27%	5.044.615	7%	112.971,33	1,7%
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	71.807.734	3%	1.919.900	3%	37.401,81	0,6%
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	498.089.133	24%	3.146.863	4%	158.281,17	2,4%
TOTAL DO VAREJO	1.391.727.536	66%	71.628.340	100%	19.429,84	0,3%
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	603.580.151	29%	62.180.249	87%	9.706,94	0,1%
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	788.147.385	37%	9.448.091	13%	83.418,69	1,3%
PRI VATE BANKI NG						
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	712.480.020	34%	109.894	0,2%	6.483.338,67	100,0%
TOTAL GERAL PF	2.104.207.556	100%	71.738.234	100%	29.331,74	0,5%
Saldos de Fim de Período						
Dezembro de 2020						
Riqueza Financeira	Valor (R\$ 1000)	Em %	Clientes	Em %	Per Capita (R\$)	Em %
VAREJO TRADI CI ONAL	1.164.379.587	30%	97.071.630	92%	11.995,06	0,1%
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	810.074.764	21%	86.004.915	81%	9.418,94	0,1%
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	354.304.823	9%	11.066.715	10%	32.015,36	0,3%
VAREJO ALTA RENDA	1.054.049.417	27%	8.439.555	8%	124.893,96	1,0%
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	142.392.138	4%	2.936.348	3%	48.492,94	0,4%
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	1.054.152.726	27%	5.503.207	5%	191.552,44	1,5%
TOTAL DO VAREJO	2.218.429.004	58%	105.511.185	100%	21.025,53	0,2%
Poupança (> R\$ 100) R\$ mil	952.466.903	25%	88.941.263	84%	10.708,94	0,1%
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	1.306.771.726	34%	16.569.922	16%	78.864,08	0,6%
PRI VATE BANKI NG	1.625.164.535	42%				
Poupança - R\$ mil	2.681.800	0%				
FI Fs e TVMs - R\$ Mil	1.622.482.735,43	42%	130.526	0%	12.430.341,35	100,0%
TOTAL GERAL PF	3.843.593.539	100%	105.641.711	100%	36.383,30	0,3%

Fonte: ANBIMA (elab. FNC) Obs.: Private Banking com Previdência Aberta (9,4%) e Renda Variável (26,3% sem FIF) em 202

Acumulação de Riqueza Financeira com Juros Compostos e Especulação com Ações

Nos cinco anos entre dezembro de 2015 e dezembro de 2020, período do golpe e pós-golpe, em média per capita a riqueza financeira brasileira aumentou em termos nominais apenas R\$ 7.051.55, embora em variação percentual tenha sido 24%. Se

houvesse absoluta igualdade, o saldo médio de todos os 105,641 milhões investidores (rigorosamente contas) seria quase R\$ 36.383.

No entanto, quando se segmenta a clientela bancária, e considera o aumento do número de contas, o varejo tradicional com 97 milhões de contas, sendo 86 milhões depósitos de poupança, teria perdido, na média per capita, R\$ 348,76. Em poupança, ganhou R\$ 594,35. Em fundos, perdeu R\$ 13.855,44. Se excluir as contas de poupança, a “classe média baixa” investidora em FIFs e TVMs é composta por 11 milhões de contas. Cada qual tinha, em média, quase R\$ 46.000 e passou a ter R\$ 32.000 em reservas financeiras.

O varejo de alta renda com 8,4 milhões de contas, sendo 2,9 milhões depósitos de poupança, teria ganho em média per capita apenas R\$ 11.922,62. Em poupança, ganhou R\$ 11.091. Em fundos, um “agente representativo” só somou R\$ 33.271,27 nos últimos cinco anos. Se excluir as contas de poupança, a “classe média alta” investidora em FIFs e TVMs seria composta por 5,5 milhões de pessoas/contas, cada qual com R\$ 191.552,44.

Uma hipótese a ser testada, quando for realizado o Censo Demográfico atrasado, é esse número de investidores em FIFs e TVMs (16,6 milhões) ser aproximadamente o número de pessoas formadas em Ensino Superior e exercendo a profissão. Compõem as castas de natureza ocupacional com renda e um pouco de Educação Financeira para investimentos mais sofisticados.

ANBIMA » Private e Varejo Relatórios				
Número de contas por segmento				
Período	Varejo tradicional	Varejo alta renda	Private	Total geral
dez-13	5.480.517	2.552.217	N/D	8.032.734
dez-14	64.156.582	4.665.989	N/D	68.822.571
dez-15	66.635.373	5.072.643	109.894	71.817.910
dez-16	63.835.913	5.665.527	112.036	69.613.476
dez-17	67.548.530	6.051.687	118.435	73.718.652
dez-18	70.595.976	6.448.323	115.098	77.159.397
dez-19	75.278.902	7.235.779	120.424	82.635.105
dez-20	97.071.630	8.439.555	122.509	105.633.694

Por sua vez, a riqueza financeira dos 122.509 clientes do *Private Banking* retrata bem quem de fato se beneficiou do golpe

semi-parlamentarista judiciário. O número deles aumentou em 12.615 pessoas. Considerando todo o aumento de contas da clientela bancária ter sido de 33,816 milhões, observa-se como os ricos compõe uma minoria (0,04% da elevação) bastante exclusiva.

Alguns bancos convidam clientes com mais de um milhão de dólares (+/- R\$ 5,5 milhões) para ter um atendimento exclusivo de gente Private Banking. Outros são ainda mais restritivos, aceitando apenas quem possui mais de R\$ 10 milhões em volume de negócios financeiros.

O impressionante é a riqueza financeira per capita de os ricos ter dobrado, ou seja, se elevado em R\$ 6,760 milhões, nos últimos cinco anos – uma média anual de R\$ 1,352 milhão. Lembremos: a taxa de juro básica (Selic acumulada no mês anualizada em base 252) permaneceu em 14,15% aa de agosto de 2015 a setembro de 2016.

Foi abaixada pelo Banco Central do Brasil com muito atraso em relação à queda da taxa de inflação ocorrida desde o fim das estiagens em estações chuvosas e consequente queda da inflação de alimentos. Aconteceram de 2013 a 2016.

Apenas em abril de 2018 o juro atingiu 6,4% aa e assim permaneceu até julho de 2019. Só a partir de então, em meados do ano 2020, a política de juros, de fato, beneficiou as Finanças Públicas com menores encargos financeiros. Baixou para 2% aa.

Variações % Período	Varejo Tradicional		Varejo de Alta Renda		Private Banking		Total de Investimentos em Ações	Selic252 Média Anual
	Fundos de Ações ¹	Ações	Fundos de Ações ¹	Ações	Fundos de Ações	Ações		
dez-13								
dez-14	-39%	51%	-31%	-3%	-13%	9%	2%	11,00
dez-15	-24%	-22%	-20%	-3%	-14%	-12%	-12%	13,90
dez-16	38%	45%	24%	47%	-6%	33%	29%	14,08
dez-17	39%	14%	64%	34%	124%	31%	42%	10,08
dez-18	33%	1%	59%	53%	61%	7%	25%	6,48
dez-19	81%	33%	185%	47%	58%	53%	59%	5,94
dez-20	22%	48%	3%	52%	20%	40%	34%	2,79

Fonte: Anexo Boletim Distribuição da ANBIMA (elaboração de Fernando Nogueira da Costa)

A tabela acima mostra as variações anuais dos investimentos em ações, tanto em fundos sob administração de gestores, quanto diretamente. Revela a pequena variação positiva (2%) em 2014, por conta da fuga dos fundos de ações, e a queda absoluta (-12%) em 2015.

Em seguida ao golpe, todos os anos apresentaram variações positivas, particularmente quando se comprovou a tendência de queda da taxa de juros básica (Selic) em 2017 e reinício em 2019. As fugas da renda fixa para a renda variável foram espasmódicas, de acordo com o *stop-and-go* na diminuição da taxa de juro.

Em %	Varejo Tradicional			Varejo de Alta Renda			Private Banking			Total de Investimentos em Ações
Período	Fundos de Ações ¹	Ações	Soma Tradicional	Fundos de Ações ¹	Ações	Soma Alta Renda	Fundos de Ações	Ações	Soma Private	
dez-13	3%	4%	6%	5%	12%	17%	19%	58%	76%	100%
dez-14	2%	5%	7%	3%	12%	15%	16%	62%	78%	100%
dez-15	1%	5%	6%	3%	13%	16%	16%	62%	78%	100%
dez-16	1%	5%	7%	3%	15%	18%	11%	64%	75%	100%
dez-17	1%	4%	6%	4%	14%	17%	18%	59%	77%	100%
dez-18	2%	4%	5%	4%	17%	21%	23%	51%	74%	100%
dez-19	2%	3%	5%	8%	16%	24%	23%	49%	72%	100%
dez-20	2%	3%	5%	6%	18%	24%	21%	51%	71%	100%

Fonte: Anexo Boletim Distribuição da ANBIMA (elaboração de Fernando Nogueira da Costa)

Nesse período de queda da renda fixa, especialmente o Varejo de Alta Renda passou a dar maior atenção a investimentos em tanto em fundos de ações quanto nelas, diretamente, ou seja, renda variável. Os ricos tinham 78% no último ano do governo da Presidenta golpeada e, desde então, foram perdendo participação relativa no total de investimentos em ações atingindo 71% em 2020.

No fim do ano da pandemia, somando todos os Fundos de Ações e os investimentos diretos em ações, no Boletim de Distribuição da ANBIMA, atingiam cerca R\$ 608 bilhões ou 16% do total de R\$ 3,7 trilhões acumulados pelos três segmentos de clientes. Em dezembro de 2015, eram 6% do total de R\$ 1,9 trilhão.

R\$ milhões	Varejo Tradicional		Varejo de Alta Renda		Private Banking		Total de Investimentos em Ações
Período	Fundos de Ações ¹	Ações	Fundos de Ações ¹	Ações	Fundos de Ações	Ações	
dez-13	3.649	5.147	7.169	17.053	25.957	80.612	139.586,3
dez-14	2.243	7.790	4.948	16.483	22.589	87.918	141.972,4
dez-15	1.702	6.046	3.968	16.039	19.437	77.281	124.472,8
dez-16	2.354	8.764	4.916	23.566	18.213	102.809	160.621,6
dez-17	3.276	9.954	8.082	31.462	40.865	134.778	228.417,0
dez-18	4.346	10.017	12.838	48.244	65.764	144.822	286.030,8
dez-19	7.881	13.328	36.549	70.939	103.947	220.956	453.601,2
dez-20	9.604	19.693	37.573	107.537	125.188	308.264	607.858,7

Fonte: Anexo Boletim Distribuição da ANBIMA (elaboração de Fernando Nogueira da Costa)

No período 2015-2020, o Varejo Tradicional passou de 1% para 3% de sua carteira de ativos financeiros, o Varejo de Alta Renda de 3% para 14% de seu portfólio, e o *Private* de 14% para 29% de sua riqueza financeira.

No entanto, conferindo em outra divulgação da ANBIMA (veja tabela abaixo), a soma de todos os Fundos de Ações, incluindo os Exclusivos, a soma do *Private* em dezembro de 2020 alcançou 34,3% do volume financeiro total. Em agosto de 2021, atingia 38% desse total. A variação no ano foi de 20,7%, apesar da elevação da taxa de juro a partir de março de 2021. Puxou a evolução no ano de 8,9% até o oitavo mês.

Estatística ANBIMA de <i>Private Banking</i>	Dezembro-20		Agosto-21		Evolução (%) no Ano
I - VOLUME FINANCEIRO (R\$ milhões) ^[1]	1.625.164,53	100,0%	1.769.749,42	100,0%	8,9
Fundos Próprios de Ações	30.685,79	1,9%	58.464,80	3,3%	90,5
Fundos de Terceiros Ações	37.523,67	2,3%	37.687,87	2,1%	0,4
Fundos Exclusivos Ações	62.127,46	3,8%	70.602,97	4,0%	13,6
Renda Variável (Ações e Clubes de Investimentos)	426.803,79	26,3%	505.601,55	28,6%	18,5
TOTAL	557.140,71	34,3%	672.357,20	38,0%	20,7%

Fonte: ANBIMA - Estatística de Private 2021.08 (elaboração de Fernando Nogueira da Costa)

Em média per capita, em dezembro de 2020, cada um dos 122,5 mil ricos (65.006 grupos econômicos por domicílio ou treze mil famílias a mais em relação às 52.050 em dezembro de 2015) tinha, na média de todos, R\$ 13,244 milhões.

A evolução no primeiro ano do governo da extrema-direita foi de 20,9% no volume financeiro total do *Private*. Para comparar, no último ano do governo do golpista temeroso a evolução no ano tinha sido de “apenas” 11,6%. Antes, entre dezembro de 2016 e dezembro de 2017, tinha evoluído de 15,9%. Próximo desta evolução percentual tinha também ocorrido no ano anterior, o do golpe (2016): 17%. Esse segmento da sociedade estava infeliz com a Dilma porque sua fortuna financeira tinha elevado “apenas” 11% em 2014 e 10% em 2015?

Com o comportamento de manada da fuga da renda fixa para renda variável no ano da pandemia, a fortuna dos ricos aumentou 31%! A especulação na bolsa de valores demonstrou enriquecer mais quem já lá estava esperando os incautos.

Administração de Recursos de Terceiros em Fundos

O patrimônio líquido dos Fundos de Investimento por classe ANBIMA, considerando todos os segmentos, tanto Pessoas Jurídicas, quanto Pessoas Físicas, teve pequenas alterações nas participações entre agosto de 2020 e agosto de 2021. Os de renda fixa caíram de

38% para 36%, de ações se elevaram de 9% para 10%, os multimercados permaneceram em 23%, Previdência caiu de 17% para 15%, FIDC aumentou de 3% para 4%, FIP de 5% para 7%, FII permaneceu em 3% e *off-shore* idem em 1%.

No mesmo período, os investidores institucionais – EFPC de empresas públicas com 5%, EFPC de empresas privadas com 6%, RPPS (Regime Próprio) com 3%, EAPC (Entidades Abertas) com 14% e Seguradoras com 2% – somados caíram de participação (33% para 30%).

O segundo maior agrupamento é constituído por Pessoas Físicas. Em todos seus segmentos, cada um perdeu um ponto percentual de participação no total de R\$ 5,437 trilhões. Os fundos do *Private Banking* passaram de 9% para 10%, do Varejo de Alta Renda permaneceram com 7% e do Varejo Tradicional passaram de 6% para 4%. Em conjunto, caíram de 28% para 26%. Os clientes do Private investem mais em Fundos se comparados com todo o Varejo.

Considerando os investidores institucionais como “gestores terceirizados” das Pessoas Físicas, estas detinham 56% do patrimônio líquido total dos Fundos. Em 2019, detinham quase 2/3. Por causa da “marcação-a-mercado” deles, houve fuga para CDB (depósitos a prazo), inclusive pelo Varejo Tradicional.

ANEIMA » Renda Fixa Relatórios													
Estoque de títulos no mercado renda fixa *													
Período	Títulos corporativos			Títulos bancários						Títulos de cessão de crédito (g)	Títulos privados (e+h+c)	Títulos públicos (d)	Mercado de renda fixa (a+b+c+d)
	Debêntures	Outros	Total (a)	CDB	Letras financeiras	LCA	LI	Outros (**)	Total (b)				
2011	393,90	12,99	406,79	753,39	148,51	26,69	46,83	30,30	1.005,73	113,33	1.527,86	1.783,06	3.308,91
2012	507,65	10,91	518,56	649,52	236,18	58,54	82,36	31,83	1.038,44	135,45	1.694,45	1.916,71	3.609,15
2013	579,45	12,12	591,57	640,63	336,87	118,90	96,60	30,22	1.223,22	164,29	1.981,12	2.028,13	4.007,21
2014	671,26	18,96	690,22	539,77	355,58	148,68	160,05	27,44	1.231,63	201,25	2.122,42	2.183,61	4.306,61
2015	739,26	9,10	748,36	535,22	434,86	193,12	204,23	21,74	1.389,18	204,17	2.345,66	2.650,17	4.995,87
2016	782,09	10,07	792,16	595,86	429,68	188,67	201,81	17,20	1.433,23	228,29	2.453,60	2.986,41	5.440,10
2017	747,86	40,26	788,12	710,64	385,10	148,36	183,30	12,34	1.439,75	237,05	2.464,91	3.488,59	5.953,51
2018	575,78	48,44	624,23	873,79	302,17	148,56	156,56	43,21	1.524,29	249,44	2.397,65	3.784,24	6.182,19
2019	659,71	38,03	697,74	948,28	357,00	153,37	141,83	85,34	1.685,82	280,65	2.644,22	4.322,61	6.966,83
dez/20	682,38	33,90	696,28	1.469,65	347,35	153,38	121,60	159,93	2.251,91	276,57	3.224,76	4.791,84	8.016,80

Outra observação interessante diz respeito aos detentores dos títulos de dívida pública federais. As participações dos principais se modificaram bastante desde o fim da Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014): a das instituições financeiras declinou de 30% para 25% em dezembro de 2019, enquanto a dos fundos de investimento se elevou de 20% para 27%, a da Previdência (Inclui os fundos de investimento e carteira própria de previdência aberta e fechada e RPPS) se elevou de 17% para 25%. Houve fuga dos investidores não residentes: carregavam 19% dos títulos de dívida pública e passaram a dar suporte a apenas 10%.

As Pessoas Físicas (PF) através de fundos de investimento e fundos de pensão carregam mais da metade (52%) da dívida pública. Não deviam ter sido maltratadas com taxa de juro real negativa para não induzir a fuga para ações e/ou dólares.

ANEXO 2.7- DETENTORES DOS TÍTULOS PÚBLICOS FEDERAL - DPMFI
(R\$ Bilhões)

Mês	Bancos	Fundos	Previdência ³	Não-residentes	Governo ⁵	Seguradoras ⁶	Outros ⁷	Total	
dez/07	37,8%	29,7%	17,7%	5,1%	-	2,6%	7,0%	1.224,87	100,00%
dez/08	39,6%	26,9%	17,1%	7,2%	-	2,6%	6,6%	1.264,82	100,00%
dez/09	37,7%	28,7%	15,8%	8,8%	-	3,8%	5,2%	1.398,42	100,00%
dez/10	30,8%	25,7%	14,2%	11,4%	10,4%	3,7%	3,7%	1.603,94	100,00%
dez/11	31,5%	25,3%	15,4%	11,3%	8,8%	4,1%	3,6%	1.783,06	100,00%
dez/12	30,1%	24,7%	16,0%	13,7%	7,3%	3,9%	4,3%	1.916,71	100,00%
dez/13	30,2%	21,7%	17,1%	16,1%	6,6%	4,0%	4,3%	2.028,13	100,00%
dez/14	29,8%	20,3%	17,1%	18,6%	5,7%	4,1%	4,4%	2.183,61	100,00%
dez/15	25,0%	19,6%	21,4%	18,8%	5,8%	4,6%	4,9%	2.650,17	100,00%
dez/16	23,1%	22,1%	25,1%	14,3%	5,5%	4,6%	5,4%	2.986,41	100,00%
dez/17	22,3%	25,2%	25,5%	12,1%	4,5%	4,8%	5,6%	3.435,49	100,00%
dez/18	22,7%	26,9%	25,0%	11,2%	4,2%	4,1%	5,8%	3.728,86	100,00%
dez/19	24,7%	26,7%	24,9%	10,4%	4,0%	3,9%	5,4%	4.083,23	100,00%
jan/20	23,7%	26,9%	25,0%	10,9%	4,1%	3,9%	5,4%	4.057,55	100,00%
fev/20	24,2%	26,9%	24,6%	10,9%	4,0%	3,9%	5,4%	4.099,96	100,00%
mar/20	25,8%	25,7%	25,1%	9,8%	4,3%	3,9%	5,4%	4.006,50	100,00%
abr/20	25,7%	25,8%	25,6%	9,4%	4,0%	4,0%	5,5%	3.943,70	100,00%
mai/20	26,8%	25,8%	24,9%	9,1%	4,0%	3,9%	5,5%	4.032,93	100,00%
jun/20	27,5%	25,8%	24,5%	9,1%	3,9%	3,9%	5,4%	4.150,91	100,00%
jul/20	26,5%	26,4%	24,8%	9,0%	3,9%	3,9%	5,5%	4.118,46	100,00%
ago/20	26,7%	26,9%	23,9%	9,4%	3,6%	3,9%	5,5%	4.174,16	100,00%
set/20	27,4%	26,4%	23,7%	9,4%	3,7%	3,9%	5,4%	4.280,92	100,00%
out/20	28,1%	25,8%	23,4%	9,8%	3,6%	3,9%	5,4%	4.386,95	100,00%
nov/20	29,5%	25,5%	22,7%	9,5%	3,7%	3,8%	5,3%	4.553,41	100,00%
dez/20	29,6%	26,0%	22,6%	9,2%	3,8%	3,7%	5,1%	4.766,16	100,00%

Fonte: STN - Anexo RMD Dez 2020 (elaboração: Fernando Nogueira da Costa)

ANEIMA » Fundos de Investimento | Estatísticas
Consolidado Histórico de Fundos de Investimento
Patrimônio Líquido por Ativo⁶

Dados em R\$ milhões referente último dia útil do período

Ago/2021

Período	Operação Compromissada- Lastro em Tít. Públ. Federais	Em %	Tít. Públ. Federais	Em %	Debêntures	Em %	Ações	Em %	Total
dez-02	-		279.880,1	73%	18.135,0	5%	41.480,6	11%	381.003,8
dez-03	-		408.240,4	76%	20.535,2	4%	55.564,8	10%	537.992,0
dez-04	74.254,3	12%	371.497,5	59%	17.629,3	3%	70.356,1	11%	629.415,7
dez-05	61.562,3	8%	459.275,0	61%	29.807,6	4%	84.656,9	11%	758.503,9
dez-06	84.351,5	9%	524.936,9	55%	44.233,7	5%	146.141,6	15%	957.528,4
dez-07	121.396,7	10%	565.235,1	47%	50.087,3	4%	260.887,0	22%	1.201.667,2
dez-08	190.918,2	16%	494.034,2	41%	52.892,1	4%	172.145,4	14%	1.191.623,6
dez-09	262.899,3	18%	591.345,4	41%	53.934,0	4%	256.653,6	18%	1.454.248,8
dez-10	296.547,9	17%	678.049,7	40%	71.002,8	4%	305.570,2	18%	1.698.916,5
dez-11	328.972,5	17%	776.166,2	40%	69.920,0	4%	283.483,7	15%	1.925.813,0
dez-12	428.014,1	19%	897.440,9	40%	84.625,2	4%	314.426,6	14%	2.222.322,8
dez-13	537.854,0	23%	868.339,8	37%	88.646,9	4%	328.251,9	14%	2.362.061,1
dez-14	669.493,9	26%	901.117,1	35%	92.243,5	4%	299.901,7	12%	2.556.947,4
dez-15	659.009,0	24%	1.164.831,9	42%	91.085,8	3%	237.936,4	8%	2.802.985,0
dez-16	773.482,9	24%	1.540.511,4	47%	86.427,3	3%	277.537,5	8%	3.269.230,6
dez-17	871.414,0	23%	1.902.771,4	50%	116.451,6	3%	337.563,9	9%	3.776.069,4
dez-18	956.390,5	23%	2.073.454,0	50%	151.748,7	4%	430.337,2	10%	4.181.878,8
dez-19	865.665,3	18%	2.332.588,5	50%	209.400,7	4%	657.170,9	14%	4.708.694,2
dez-20	919.935,2	18%	2.584.339,1	51%	188.881,1	4%	759.583,1	15%	5.033.148,3
ago-21	1.043.240,9	19%	2.631.989,9	48%	244.602,1	4%	805.278,3	15%	5.439.077,5

Para finalizar, examinemos o Ranking Global de Administração de Recursos de Terceiros em dezembro de 2019 e setembro de 2021. Os “big five” bancos brasileiros de Varejo também predominavam no segmento *Private Banking*, considerado Atacado pelo baixíssimo número de clientes com atendimento pessoal exclusivo. Detinham mais da metade (52%) do volume de negócios em 2019 e menos (49%) em set2021, principalmente, devido aos 31% em 2019 e 34% em set2020 de *Market-share* do Banco Itaú no relacionamento com os ricos.

De fato, eles são os grandes bancos de varejo, dominando 83% em 2019 e 82% em set2021 do Varejo de Alta Renda, além de, respectivamente, 88% e 91% do Varejo Tradicional, devido às suas redes de agências. Os dois bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa) administravam 57% em 2019 e 63% em set2020 dos valores do Varejo de mais baixa renda.

Mas, considerando o total captado de PF via Fundos de Investimento, o maior banco privado (Itaú) retinha 27% em 2019 e 28% em set2021 do mercado, 9 pontos percentuais (pp) acima do BB e 6 pp acima da soma dos outros três “big five”.

Ranking Global de Administração de Recursos de Terceiros

Aum por Investidor

Dados em R\$ milhões

dez/19

Administrador	Private	Varejo Alta Renda	Varejo	TOTAL
BB DTVM S.A	54.401,5	81.341,2	119.332,2	255.074,9
ITAU UNIBANCO SA	204.117,7	141.215,1	30.658,5	375.991,3
BRADESCO	25.310,5	48.059,4	41.384,1	114.753,9
CAIXA	22.492,6	38.751,2	48.443,4	109.687,2
BANCO SANTANDER	35.809,5	51.830,0	18.967,1	106.606,6
SUBTOTAL	342.131,8	361.196,9	258.785,3	962.113,9
TOTAL	657.140,9	435.816,1	293.825,8	1.386.782,9
Administrador	Private	Varejo Alta Renda	Varejo	TOTAL
BB DTVM S.A	21%	32%	47%	100%
ITAU UNIBANCO SA	54%	38%	8%	100%
BRADESCO	22%	42%	36%	100%
CAIXA	21%	35%	44%	100%
BANCO SANTANDER	34%	49%	18%	100%
SUBTOTAL	36%	38%	27%	100%
TOTAL	47%	31%	21%	100%
Administrador	Private	Varejo Alta Renda	Varejo	TOTAL
BB DTVM S.A	8%	19%	41%	18%
ITAU UNIBANCO SA	31%	32%	10%	27%
BRADESCO	4%	11%	14%	8%
CAIXA	3%	9%	16%	8%
BANCO SANTANDER	5%	12%	6%	8%
SUBTOTAL	52%	83%	88%	69%
TOTAL	100%	100%	100%	100%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

O segmento mais importante para o Itaú, nesse mercado de PF, é sem dúvida o *Private Banking* (61%). Para o Bradesco e o Santander é o Varejo de Alta Renda: 42% e 37%, respectivamente. Para o Banco do Brasil e a Caixa é o Varejo Tradicional: 42% e 46%, respectivamente. *Quem atende gente mais pobre é banco público. Privado não quer isso.*

AuM por Investidor		Set/21			
Ordem	Administrador	Private	Varejo Alta Renda	Varejo Tradicional	Total Global de PF
1	BB DTVM S.A	16%	41%	43%	100%
2	ITAU UNIBANCO SA	61%	32%	7%	100%
3	BRDESCO	24%	42%	34%	100%
4	CAIXA	10%	44%	46%	100%
5	BANCO SANTANDER	41%	37%	22%	100%
	SUBTOTAL	37%	37%	26%	100%
27	Total	50%	31%	19%	100%

Ordem	Administrador	Private	Varejo Alta Renda	Varejo Tradicional	Total Global de PF
1	BB DTVM S.A	6%	25%	42%	19%
2	ITAU UNIBANCO SA	34%	29%	10%	28%
3	BRDESCO	3%	9%	12%	7%
4	CAIXA	2%	12%	21%	9%
5	BANCO SANTANDER	5%	7%	7%	6%
	SUBTOTAL	49%	82%	91%	67%
27	Total	100%	100%	100%	100%

Fonte: Ranking Global 2021.09 ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Graças a cativar a clientela de alta renda e ricaça com bom atendimento eletrônico e personalizado, o Banco Itaú detém a maior parcela em administração de recursos de Pessoas Físicas: 47% do total de Fundos de Investimentos administrados por ele. O Banco do Brasil ainda é o maior administrador no total global de ativos, mas só supera o Bradesco na parcela relativa da Pessoa Física.

AuM por Investidor		R\$ milhões		Set/21
Ordem	Administrador	Total Global de Pessoa Física	Total Global de Ativos (*)	Participações PF em %
1	BB DTVM S.A	259.605,0	1.354.593,5	19%
2	ITAU UNIBANCO SA	384.720,4	815.029,9	47%
3	BRDESCO	94.410,6	553.156,9	17%
4	CAIXA	121.447,1	531.567,4	23%
5	BANCO SANTANDER	79.435,5	396.480,2	20%
	SUBTOTAL	939.618,7	3.650.827,8	26%
27	Total	1.392.405,2	5.450.683,3	26%

Crash de Março de 2020 e Efeito Pobreza

Em Economia, o chamado *Efeito Riqueza* é o estímulo da produção e do emprego, causado pelo aumento do consumo, devido a um aumento nos saldos reais de riqueza. Ele ocorreria, particularmente, durante uma deflação.

Essa riqueza real foi definida por Pigou, em 1948, como a soma da oferta monetária e dos títulos de dívida, deflacionados pelo nível de preços. Seu argumento era a *Teoria Geral* de John Maynard Keynes não especificar uma ligação entre saldos reais e consumo corrente.

A inclusão de tal *Efeito Riqueza* tornaria a economia mais autocorretiva para quedas na demanda agregada. Estava em sua mente uma pressuposta *reversão à média*.

Um *boom* da bolsa de valores pode sim produzir um *Efeito Riqueza*: os investidores gastarem por conta dos ganhos de capital. Mas, em deflação, em vez de a queda dos preços fazer os consumidores se sentirem mais ricos e aumentarem os gastos, como foi sugerido por Pigou, eles tendem a *adiar as compras*, esperando os preços caírem ainda mais.

Keynes advertia: queda na demanda agregada, em Grande Depressão, poderia reduzir não só o nível de emprego como também nível de preços, ou seja, ser deflacionária. O Efeito Pigou pode ser criticado, porque o *crash* no mercado de ações aumenta a relação entre a dívida, isto é, capital de terceiros, e o capital próprio, cujo valor de mercado teria despencado. Consequentemente, há o *risco de default, bancarrota e crise de confiança*.

Minha hipótese de investigação é se os diversos fluxos de renda (salários, lucros, juros e alugueis) foram interrompidos (cortados), dada a perda pessoal de parte do estoque de riqueza, ocorrida durante o *crash* de março de 2020, no início da pandemia com distanciamento social. O Efeito Pobreza levou a menores gastos em consumo e aumento da poupança, para a *recomposição patrimonial*, porque os "juros quase-zero" não capitalizavam as reservas financeiras?

Caso a hipótese se confirme, é uma reação racional sob o ponto de vista microeconômico, mas o contrário do necessário em termos sistêmicos: aumentar a demanda agregada. Refere-se ao conhecido Paradoxo da Parcimônia: o que é positivo para indivíduos pode ser negativo para a macroeconomia.

O primeiro fenômeno a chamar a atenção é o “comportamento de manada” dos investidores. Em um contexto de informação assimétrica ou incerteza, quando uma grande parcela dos participantes do mercado de ações não tem informações suficientes acerca de um futuro incerto, para a tomada de decisão, cada agente decide imitar a decisão de líderes, supostamente mais bem informados, e seguir a maioria. Esta tendência comportamental é estabelecida no movimento altista dos preços com *profecia autorrealizável*.

Desde o pico do Ibovespa, atingido em 23 de janeiro de 2020 (119.527 pontos), o mercado de ações virou e a tendência passou a ser firme no sentido de baixa. Houve realização de lucros pelos profissionais, mas a “*stop-loss*” (ordem de “parar-a-perda”) dos amadores demorou demasiadamente.

Em março de 2020, as vendas de investidores estrangeiros em fuga (-R\$ 22,7 bilhões) e também por parte de instituições financeiras (-R\$ 41,5 milhões) superaram as compras. Os demais compraram mais em relação às suas vendas, em especial, os investidores individuais (+R\$ 16,5 bilhões).

Perfil dos Investidores em 31/03/2019 comparado com 28/02/2020

B3 Perfil PF por Faixa etária	Contas	Valor	Part. %	Saldo	Contas	Valor	Part. %	Saldo	Variações das contas
	28/02/2020	R\$ bilhões	Valor 28/02/20	Per capita	31/03/2020	R\$ bilhões	Valor 31/03/20	Per capita	
Até 15 anos	7.123	1,63	0,50%	228.668,71	7.852	1,49	0,58%	189.510,15	729
De 16 a 25 anos	179.942	2,22	0,68%	12.337,05	234.500	2,05	0,80%	8.744,26	54.558
De 26 a 35 anos	609.907	19,26	5,86%	31.578,58	732.794	17,56	6,86%	23.960,82	122.887
De 36 a 45 anos	526.878	47,01	14,31%	89.229,45	605.307	39,39	15,39%	65.078,77	78.429
De 46 a 55 anos	259.822	55,50	16,89%	213.590,37	284.987	44,57	17,41%	156.382,18	25.165
De 56 a 65 anos	195.222	73,56	22,39%	376.820,26	206.793	57,08	22,30%	276.006,98	11.571
Maior de 66 anos	166.713	129,43	39,39%	776.350,02	171.129	93,79	36,65%	548.074,61	4.416
TOTAL	1.945.607	328,61	100%	168.897,68	2.243.362	255,92	100%	114.080,66	297.755

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

No próprio mês do *crash* (março de 2020), entraram na bolsa de valores 298 mil investidores, somando 2.243.362 Pessoas Físicas. Entraram, tardiamente, no mês de março, quase 257 mil jovens com menos de 45 anos.

Terá sido por conta do ciclo de vida financeira? Os jovens estavam dispostos a correr risco por terem com informações defasadas?

Todos os investidores PF em ações perderam dinheiro: no total, -R\$ 73 bilhões. No *crash* de março, em médias per capita, naturalmente, os mais idosos (e mais ricos) perderam relativamente mais. Os maiores de 66 anos, geralmente, aposentados ou CEOs clientes do Private Banking, perderam em média -R\$ 228 mil. No ano, cada qual teve perda média acumulada de -R\$ 376 mil.

B3 Perfil PF por Faixa etária	Perda no mês de	Perda em relação a
	março	30/12/2019
Até 15 anos	-39.158,56	-112.144,51
De 16 a 25 anos	-3.592,78	-6.556,70
De 26 a 35 anos	-7.617,76	-15.673,63
De 36 a 45 anos	-24.150,68	-47.284,25
De 46 a 55 anos	-57.208,19	-117.473,82
De 56 a 65 anos	-100.813,28	-168.546,70
Maior de 66 anos	-228.275,42	-376.058,99
TOTAL	-54.817,03	-89.697,00

Fonte: B3 - Perfil de Investidores (elab. FNC)

Comparando com os segmentos de clientes no Consolidado da Distribuição, publicado pela ANBIMA, em fevereiro de 2020, o Varejo possuía R\$ 81 bilhões e o *Private*, R\$ 227 bilhões *aplicados diretamente em ações*. Ambos somavam um valor total (R\$ 308,6 bilhões) próximo do registrado pela B3 em 28/02/20: R\$ 328,6 bilhões.

Na riqueza financeira total do Varejo (R\$ 1,938 trilhão), apenas 6,7% (R\$ 130,6 bilhões) estavam, no fim de fevereiro, aplicada em ações, seja diretamente (R\$ 81,2 bilhões ou 4,2%), seja via Fundos de Ações (R\$ 49,4 bilhões ou 2,5%). Por sua vez, os ricos do *Private* tinham R\$ 331,5 bilhões em ações (25,1% de sua carteira), 17,2% diretamente (R\$ 227,5 bilhões), 7,9% em fundos de ações (R\$ 104 bilhões).

No mês anterior já era possível perceber sinais nítidos do ponto de virada ter ocorrido. Pela primeira vez, na série histórica, o total da riqueza financeira do *Private* caiu em um mês (-0,24%),

representando -R\$ 3,2 bilhões. Em média per capita dos 121.053 investidores, a queda foi de R\$ 10,944 milhões em janeiro para R\$ 10,901 milhões em fevereiro: -R\$ 43 mil. *Snif, snif...*

Era sinal para cair fora do mercado de ações. Seus saldos nos diversos Fundos de Ações, de fato, diminuíram em fevereiro: Abertos -4,4%; Terceiros -3,4%; Exclusivos -3,9%. Em Clubes de Investimento em Ações foram -6% e diretamente em Ações, -1,7%.

Apesar dessa perda, no total acumulado no fim do primeiro bimestre, apenas o *Private* aumentou a fortuna financeira. Acumulou "só" mais R\$ 12,7 bilhões em uma fortuna de quase R\$ 1,320 trilhão.

Foi 1% a mais, enquanto o Varejo Tradicional e o Varejo de Alta Renda perderam -1%.

Para a análise do *crash* de março de 2020, é importante observar as perdas de todos os segmentos – a do *Private* menor em comparação ao Varejo –, quando se compara o estoque de riqueza com o fluxo de renda, no caso, o PIB. O saldo no fim do ano anterior era 45,1% do PIB. Já tinha caído para 44,4% do PIB antes do *crash*.

Pior, além do "empobrecimento" geral, agravou ainda mais a concentração da riqueza. Desde o fim de 2015, último ano do governo com hegemonia do PT, o *Private* abocanhou 7 pontos percentuais do total (pp) e o Varejo de Alta Renda, 2,5 pp. Em consequência, os mais pobres perderam 9,5 pp no total da riqueza financeira.

O Varejo possuía 79,5 milhões de contas em fevereiro de 2020. No entanto, 65,8 milhões eram contas de poupança, cujo saldo médio per capita era R\$ 11,8 mil.

Os 62,7 milhões depositantes de poupança eram classificados no Varejo Tradicional – média per capita de R\$ 10,3 mil na caderneta –, embora 4,6 milhões tivessem média per capita de R\$ 32 mil em Fundos de Investimentos e também 4,6 milhões o saldo médio de R\$ 34,6 mil em Títulos e Valores Mobiliários.

Nesse segmento estava a massa popular. A população ocupada era composta por 93,7 milhões trabalhadores. A população desocupada compunha-se de 12,3 milhões de pessoas.

Com taxa composta de subutilização da força de trabalho em 23,5%, havia 26,8 milhões de pessoas como população subutilizada no Brasil. Suas reservas eram baixas.

O rendimento médio real habitual (R\$ 2.375) estava no decil entre 70% e 80% na pirâmide de renda. A mediana estava em R\$ 1.220 mensal. Mas dos 5% até 50%, R\$ 820 era a média de rendimento mensal da metade da população com menores rendimentos.

Entre os 10% mais ricos, de 90% até 95% recebiam, em 2018, a partir de R\$ 5.245 até R\$ 9.928. Desse rendimento mensal até R\$ 27.744, encontrava-se a faixa de 95% até 99% mais rica da população.

Acima desse último valor mensal, os 1% mais ricos obtinham seus rendimentos do trabalho. Representava 33,8 vezes o rendimento médio da metade da população com menores fluxos de renda.

Quem tinha o Ensino Médio completo, mas o Ensino Superior incompleto, recebia abaixo da renda média: R\$ 2.161. Com Ensino Superior completo, superava os R\$ 4.997.

Essa casta de natureza ocupacional, composta de “sábios-universitários”, provavelmente, tinha as 7,404 milhões de contas do segmento do Varejo de Alta Renda, sendo 2,7 milhões de Depósitos de Poupança e 4,7 milhões de Fundos (FIF) e Títulos e Valores Mobiliários (TVM). Na caderneta, a média per capita era de R\$ 45,6 mil. Nos FIF essa média era de R\$ 216,6 mil e nos TVM, R\$ 152,5 mil.

Entre os quais, 270 mil investidores tinham em ações a média de R\$ 254 mil. Provavelmente, perderam muito nas “águas de março” – e cortaram o consumo para recompor a poupança financeira.

Efeito Colateral do *Crash*: MtM dos Fundos de Crédito Privado

O *crash* afetou fortemente o segmento de debêntures, principalmente em março e abril de 2020. Naqueles meses, a disparada de saques e vendas de papéis a qualquer preço afetaram o

ciclo de precificação da cadeia de crédito direto corporativo, através das debêntures.

Levaram o Banco Central a anunciar medidas para dar mais liquidez ao mercado. Ele ficou disfuncional.

Por conta desse socorro, conduzido pela Autoridade Monetária, só uma empresa emissora de debêntures passou por processo de recuperação extrajudicial. Nenhum fundo foi incapaz de honrar os resgates no momento mais crítico da crise.

Segmento perde 45% do patrimônio

Evolução de resgates dos fundos de crédito privado

■ Captação líquida, em R\$ bilhões



■ PL, em R\$ bilhões



Fonte: Quantum Finance

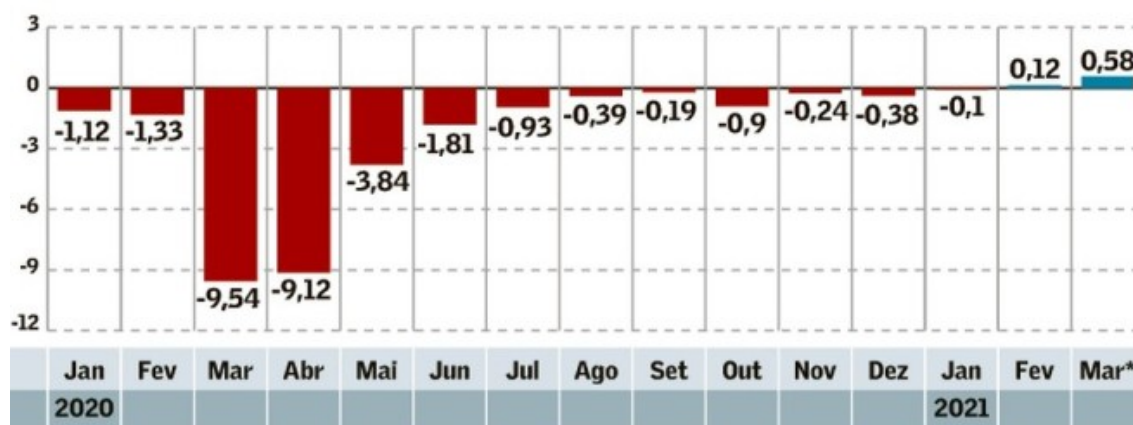
Crédito privado se recupera na crise

Fluxo e taxas buscam acomodação

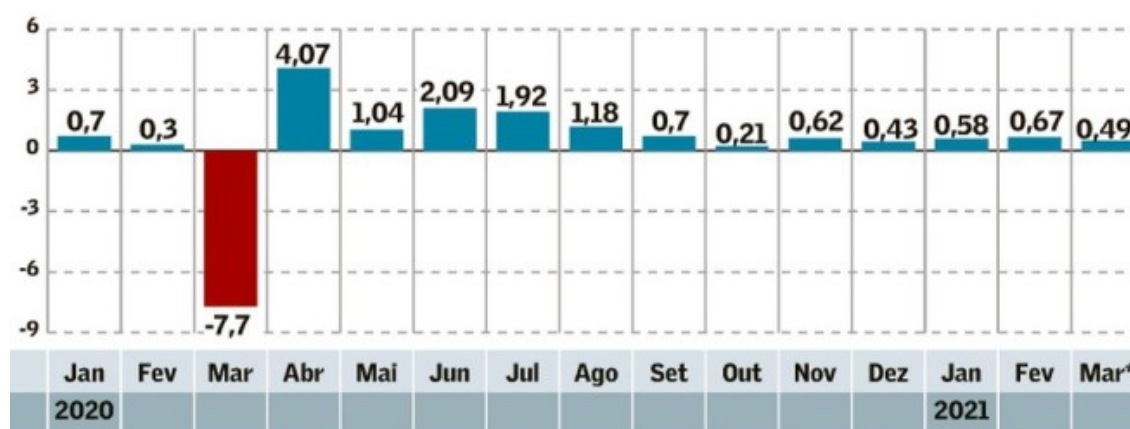
■ Evolução do spread médio de carregamento do IDEX (em CDI +) - Em %



■ Captação de amostra de fundos independentes - Em R\$ bilhões



■ Evolução do IDEX-CDI - Em %



Fontes: JGP, Anbima *Até dia 25

Criado pela JGP, o índice IDEX-CDI acompanha o comportamento do *segmento de crédito privado*. Ele só ficou negativo (-7,7%) em março de 2020. No mês seguinte, já começou a apresentar a recuperação, com alta de 4,07%. O comportamento do índice é um sinalizador do acontecido nas cotas desses fundos.

Um ano após, em março de 2021, ele completou 12 meses no território positivo. Havia a expectativa no mercado de isso ajudar no aspecto “psicológico” da captação desses fundos. O investidor costuma observar o resultado de 12 meses e o dado negativo do ano anterior deveria sair da conta mental.

Outra fotografia importante para a análise é a evolução do “*spread* de carregamento médio” do IDEX. No jargão do mercado, “*carrego*” é quanto o ativo de renda fixa gera de rendimento no tempo restante até o vencimento do papel.

Diante do *estresse* no mercado secundário em março de 2020, por conta dos *resgates* nos Fundos de Crédito Privado (e Fundos DI com debêntures com % de CDI na carteira), devido à *marcação-a-mercado* (MtM: *Market-to-Market accounting*) e perdas nominais, ele disparou de 1,28% no dia 1º. de fevereiro para um pico de 4,83%, em 1º. de abril. Desde então foi caindo até atingir, em março de 2021, 1,98%. Não voltou aos patamares pré-pandemia.

A contabilização de *marcação-a-mercado* refere-se ao “valor justo” de um ativo ou passivo ser registrado com base no *valor atual*, precificado no mercado. Pode ser feito, subjetivamente, com base em comparação ao preço de ativos e passivos similares, ou com base em valor “justo” caso se avalie, objetivamente, seus fundamentos.

Quando o ‘*carrego*’ sobe muito, é reflexo da queda do valor de mercado das debêntures e das cotas dos fundos. Então, quem entrou nesse investimento no momento de preços baixos e ‘*carrego*’ alto se deu bem com a progressiva recuperação – e teve ganhos expressivos.

A explicação para o *estresse*, concentrado em determinada conjuntura, está ligada ao fato de *a crise de crédito ter se concentrado no “passivo – e não no “ativo”*. O Mercado – sobrenatural, pois idolatrado como onipresente, onipotente e onisciente – sempre passa por *ciclos de exceções e correções*.

Atipicamente, no Brasil, o ciclo era de tendência de queda da taxa de juro. Isso levava as pessoas a aumentarem a exposição ao investimento de risco. Em algum momento, esbarrou em uma alta de inadimplência na alavancagem de posições arriscadas pela volatilidade.

O ciclo do mercado local não foi de tomada de *risco no destino do ativo*, porque a maioria das carteiras concentrava papéis emitidos pelas empresas com os melhores *ratings*. Nesse ciclo se tomou muito *risco na estruturação do passivo*.

Os Fundos de Crédito Privado (FCP) aumentaram seu patrimônio líquido ao atrair cotistas com produtos com *oferta de liquidez diária*. Estes chegaram a responder por mais de 65% dos FCP em 2019.

Esse tipo de produto carregador de debêntures (4% da carteira de ativos total dos FIF, tanto em março de 2020, quanto em agosto de 2021) se mostrou frágil por conta da baixa liquidez do *mercado secundário dos títulos de crédito privado*, quando os investidores nos FCP desejaram resgatar suas cotas para atender às suas necessidades, inclusive por conta do desemprego. Daí ficou evidente o descasamento de prazos entre os passivos em curto prazo dos FCP e os ativos em longo prazo de empresas emissoras de debêntures.

Com excesso de demanda, quando rendia acima de outros produtos financeiros, os leilões primários das debêntures acabaram comprimindo tanto os *spreads* a ponto desse produto deixar de ser atrativo e viver uma onda de saques em meados de 2019. Esse ajuste ainda estava acontecendo quando veio a pandemia.

Os saques se acentuaram e os *spreads* dos papéis dispararam. O gestor com necessidade de vender os papéis a qualquer preço para honrar resgates acabou marcando-a-mercado os títulos em patamares prejudiciais aos retornos. O ajuste foi concentrado no passivo.

Além disso, o pessimismo grassou a partir do *crash* de março. Houve no mercado renegociações de *covenants* (compromissos financeiros) de empresas prestadoras de serviços presenciais, diretamente afetadas pela crise, como operadora de turismo, rede de

restaurantes, dona de academias, além de fabricante de componentes automotivos.

Do lado do credor, assumindo serem grandes empresas com potencial para sair da crise, isso tendia a ser uma vantagem, pois garantia uma remuneração a mais. Para não declarar o vencimento antecipado do papel, o dono da debênture pedia um “prêmio” na taxa.

Os investidores colocaram “no radar” o acompanhamento de como esse mercado de debêntures se acomodaria. Receavam o possível de acontecer quando terminassem as linhas de estímulo à liquidez, lançadas pelo Banco Central do Brasil, com prazo de um ano.

A indústria independente de Fundos de Crédito Privado somente um ano após, em abril de 2021, registrou captação expressiva de recursos. Foi primeira vez desde agosto de 2019.

Conforme dados da Quantum Finance, informados por Ana Paula Ragazzi (Valor, 24/05/21), a entrada líquida de recursos nesses produtos foi de R\$ 3,1 bilhões – a amostra levava em consideração carteiras com o mínimo de 50% do patrimônio líquido em ativos de crédito privado. Se fossem considerados novos fundos criados ao longo do período, o montante subiria para R\$ 4 bilhões.

A retomada da atratividade podia ser explicada pela retomada da elevação da taxa básica de juros, em março de 2021, e também pelo desempenho passado. Desde agosto de 2019, o patrimônio dos FCP tinha caído de R\$ 245,5 bilhões até R\$ 144 bilhões em abril de 2020.

Ocorreram duas grandes crises. Foram potencializadas pela captação acelerada em fundos com oferecimento de liquidez diária, apesar de investirem em debêntures, papéis pouco líquidos.

A primeira crise ocorreu quando a *demanda em excesso* acabou barateando o custo de captação para as empresas com as melhores notas de crédito (“*high grade*”). Os *spreads* caíram tanto, sob o ponto de vista do investidor, até o produto deixar de ser rentável em comparação aos demais disponíveis. Assim, no segundo semestre de 2019, veio a *primeira onda de resgates*.

A segunda, igualmente relevante, foi no início da pandemia e a *escassez de demanda* deixou o mercado disfuncional. Os gestores venderam papéis a qualquer preço para honrar compromissos com os cotistas e isso acabou afetando toda a cadeia de crédito.

Os *spreads*, quando houve o excesso de demanda, chegaram a bater 0,7%. Eles estavam se ajustando ao redor de 1,3% antes da covid-19.

No pior momento da crise de escassez de demanda, chegaram a 5%. Os papéis "*high grade*" foram marcados com a mesma taxa daqueles mais arriscados ("*high yield*"). Travaram, naquela conjuntura, as operações das empresas emissoras no mercado primário.

Mas essa movimentação dos *spreads* criou oportunidade única de investimento nesses papéis para quem não teve de lidar com os resgates. Eram as gestoras sem operar focadas em produtos com liquidez diária.

Por exemplo, quem oferecia fundos com liquidez em 365 dias e foco em "*high yield*" conseguiu entregar o retorno ao redor de CDI + 5%, comprando os papéis com menores riscos.

Daí, nos 12 meses posteriores, os papéis "performaram" bem. Após a retomada de alta da Selic/CDI, esses papéis '*high grade*' já ficaram com menos *upside*. Por exemplo, uma debênture da Petrobras, no auge da crise, saiu a IPCA + 6,5% e, um ano após, oferecia IPCA + 3%.

Nesse patamar, o investidor ao olhar para renda fixa atentava para o fato de ser muito difícil para os fundos repetir o retorno obtido nos 12 meses anteriores, mantendo essa carteira média. Para obter retornos parecidos dali em diante, os gestores teriam de migrar parte da carteira das debêntures tradicionais para outros tipos de operações estruturadas.

Isso equivalia a dizer: o investidor precisaria abrir mão de liquidez. O momento era de atenção e de reflexão para o investidor, pois não adiantava olhar para o passado e esperar o mesmo comportamento no futuro.

O alerta era relevante porque, apesar de terem sido significativamente reduzidos na crise, os fundos com liquidez diária, atraentes para investidor de plataformas, ainda estavam captando. Eles não se corrigem por conta própria.

Eles chegaram a responder por mais da metade do patrimônio da indústria em 2019. Desde 2020, desceram para 38%. Cerca de 94% da captação em abril foi para produtos com resgate até 30 dias.

Apenas com prazos maiores, seria possível o gestor trabalhar com *ativos em momentos diferentes* para aproveitar as oportunidades dos ciclos de mercado de crédito.

Os gestores passaram a ficar mais atentos na venda desses produtos para buscar o investidor adequado. A captação deixou de vir de forma acelerada como em 2019.

O investidor estava querendo entender a performance, pois já tinha um histórico para verificar. Com a experiência traumática, ficou claro, diferentemente do antes pensado, FCP e mesmo Fundos DI, por terem na carteira debêntures pós-fixados, serem produtos com cotas sujeitas à volatilidade pela MtM (*Market-to-Market*). O prudente passou a ter percepção melhor do risco no qual estava entrando – e um valor expressivo foi redirecionado para CDB-100% do CDI de grandes bancos com possibilidade de resgate diário.

Carteiras com liquidez abaixo de 30 dias foram encerradas. O foco passou a ser em Fundos de Debêntures de Infraestrutura. Elas tinham isenção fiscal, dentro do fundo, em carteiras com resgate em 30, 45 e 60 dias.

A estratégia era encurtar o “*duration*” das carteiras, usando derivativos. As debêntures de infraestrutura costumavam ter prazos longos, muitas vezes acima de dez anos.

Com o reinício de elevação da taxa básica de juros, passou a ser favorável o investimento nesses fundos. Os *spreads* ficaram ao redor de 1,9% – e não voltaram a patamares pré-crise de 1,3%. Conforme a Selic subisse, haveria espaço para um fechamento. Fechar até 1,3% seria saudável por ser um patamar mais compatível com o padrão histórico do mercado, mas ainda estava distante.

Como essa queda nos “*spreads*” deveria acontecer de forma gradual, os Fundos de Crédito Privado continuariam com desempenho em função do ‘*carrego*’ alto dos papéis.

Do lado das operações, algumas das *ofertas de debêntures com esforços restritos de distribuição*, para investidores qualificados, voltaram a ser ancoradas.

Um ano após o *crash* de março de 2020, nas emissões primárias, o volume distribuído a investidores (R\$ 29,8 bilhões) superou o total “encarteirado” pelos bancos ofertantes de “garantia firme” (R\$ 11,6 bilhões). Desde quando o *spread* das emissões caiu para abaixo de 2% ficou menos atrativo para os bancos carregar os papéis de grandes empresas como alternativa ao *crédito corporate*.

Priva-te de *Private*

Privar é impedir ou tirar alguma coisa de alguém, por exemplo, privar um cidadão de seus direitos civis. Significa também estar em convivência íntima ou conviver, como é o caso de ricos privar da intimidade dos governantes. Em contrapartida, dá a ideia de “impor-se privações” ou abster-se.

Abstinência é o ato de se privar de alguma coisa, em prol de algum objetivo, por exemplo, abstinência de alimento por razão de crise de desemprego. É uma decisão, muitas vezes forçada, capaz de fazer o indivíduo abrir mão de algo essencial, como também de dispensável como beber, fumar ou consumir drogas.

As alterações físicas e psicológicas causadas pela abstinência são conhecidas como *síndrome de abstinência*. Ela é caracterizada por sintomas como mal-estar, ansiedade, irritabilidade, hipertensão, insônia, náusea, agitação, taquicardia, etc.

Com mais de um ano de pandemia e distanciamento humano, os sobreviventes passaram a estar sob alta pressão, sofrendo distúrbios emocionais. Nunca foram tantos os relatos de ansiedade e depressão por excesso de trabalho, chamado de *burnout* [esgotamento], entre os profissionais.

A importância de zelar pela saúde mental dos colaboradores tem de ser internalizada pelos empresários, assim como a segurança física dos trabalhadores. A incidência de acidentes de trabalho caiu quando entenderam a necessidade de preveni-los, até para evitar prejuízos materiais. Os casos de estresse e depressão já passaram a ser a segunda causa de pagamento de auxílio-doença.

O *home office* foi possível apenas para uma parte pequena da população economicamente ativa, composta de trabalhadores intelectuais. A elevação dos distúrbios mentais acompanhou o aumento dos casos de covid-19, mas elas se concentram em públicos diferentes.

O coronavírus atingiu relativamente mais os trabalhadores manuais pobres. Mas, de maneira pressuposta, os abalos emocionais ocorreram principalmente entre profissionais mais bem remunerados.

Eles acumularam responsabilidades em excesso, sofreram vigilância e cobrança contínua, de maneira remota, em longas jornadas de trabalho de “pejotizados” sem direitos trabalhistas. A prevenção de transtornos emocionais exigia a melhoria do ambiente virtual de *trabalho à distância*.

Um exemplo pessoal é um professor dar aula para turma de 99 alunos com apenas 3 deles com suas câmaras ligadas. Diziam haver diferentes motivos, mas a maioria apelava para o argumento de não ter o acesso instrumental necessário ou ter vergonha de mostrar seu ambiente doméstico, compartilhado com outras pessoas.

Os profissionais (e os estudantes) não buscam nas empresas (escolas e universidades) apenas um salário (futuro) e a possibilidade de ascender na carreira. Eles também veem no ambiente profissional (ou acadêmico) a possibilidade de se socializar e trocar ideias sobre assuntos variados.

A vida não se limita aos negócios e aos estudos. No mundo real, todos seres humanos necessitam encontrar um propósito de vida além da sobrevivência pecuniária.

Alguém ao trabalhar ou estudar 12 horas por dia (e sem tirar férias) está caminhando para o *burnout*. O maior dos prejuízos é o

desperdício de cérebro, ou seja, a capacidade mental cultivada para tomar as melhores decisões possíveis de arquitetar.

O corretor automático pregou-me uma peça quando eu enviava informações para um orientando sobre o *Private Banking*. Depois de enviada a mensagem, vi a inteligência artificial ter me corrigido e dito: *Priva-te Banking*. Taí... faz sentido.

O segmento de clientes bancários denominado *Private Banking* considerava aplicadores com pelo menos R\$ 3 milhões, mas algumas instituições exigiam eles serem “milionários em dólares”. No caso do Banco Itaú, detentor de 32% do valor dos investimentos desses clientes endinheirados, a exigência mínima estava em R\$ 10 milhões.

Em março de 2021, um ano após o crash do início da pandemia, o estoque de investimentos financeiros somava R\$ 3,916 trilhões distribuídos nos mais diversos produtos em três segmentos, conforme as tabelas abaixo. Elevou-se R\$ 826 bilhões enquanto o fluxo de renda agregado (PIB) caía -4,1% em 2020.

Consolidado dos Segmentos (R\$ Milhões)	VAREJO	Mar/20	VAREJO	Mar/21	Evolução (%) Anual	PRIVATE	Mar/20	PRIVATE	Mar/21	Evolução (%) Anual
TOTAL ^{[1] [2]}	1.899.479,7	100,0%	2.209.498,4	100,0%	16,3%	1.190.715,4	100,0%	1.706.405,8	100,0%	43,3%
1. FUNDOS DE INVESTIMENTO 555 / FMP ^[1]	569.860,1	30,0%	554.765,1	25,1%	-2,6%	608.080,7	51,1%	763.117,4	44,7%	25%
Ações ^[1]	32.024,3	1,7%	47.110,9	2,1%	47%	75.823,6	6,4%	155.532,6	9,1%	105%
2. FUNDOS ESTRUTURADOS / ETF	28.560,9	1,5%	42.399,8	1,9%	48%	29.294,0	2,5%	32.114,7	1,9%	10%
3. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	516.144,2	27,2%	679.951,0	30,8%	32%	441.627,9	37,1%	782.957,2	45,9%	77%
Renda Variável	64.573,7	3,4%	132.779,5	6,0%	106%	164.457,1	13,8%	469.798,6	27,5%	186%
Renda Fixa	439.160,7	23,1%	530.942,6	24,0%	21%	273.162,7	22,9%	309.208,5	18,1%	13%
Títulos Públicos	41.721,2	2,2%	41.601,5	1,9%	0%	23.245,2	2,0%	28.130,1	1,6%	21%
Títulos Privados	397.439,5	20,9%	489.341,1	22,1%	23%	249.917,4	21,0%	281.078,4	16,5%	12%
Híbrido	12.409,8	0,7%	16.228,9	0,7%	31%	4.008,1	0,3%	3.950,1	0,2%	-1%
4. POUPANÇA ^[2]	784.914,5	41,3%	932.382,5	42,2%	19%	2.218,6	0,2%	2.653,4	0,2%	20%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

O que houve, durante esse ano de pandemia, na área de riqueza financeira? Os clientes *Private Banking* como um todo enriqueceram mais 43% enquanto os clientes do Varejo aumentaram sua fortuna em mais 16%. O IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Amplo) evoluiu 6,1% nesses 12 meses de março de 2020 a março de 2021.

Todos ganharam de maneira homogênea? Evidentemente não, porque houve movimentos substantivamente distintos nesse ano de *pandemônio da pandemia*.

No *crash* do ano 2020, o saldo médio per capita do *Private* caiu de R\$ 10,901 milhões em fevereiro para R\$ 9,865 milhões no fim de março, ou seja, cada qual perdeu um “milhãozinho de reais” no primeiro mês da pandemia. Felizmente, para eles, apesar de terem

aumentado em número de contas de 120.424 para 130.447 (número depois retificado pela ANBIMA), um ano depois a riqueza financeira média per capita deles se elevou para R\$ 13,081 milhões!

Para se ter uma ideia do significado dessa acumulação, é como durante toda a vida ativa (35 anos ou 420 meses), com um juro mensal de 0,5%, você fizesse depósitos mensais na poupança de R\$ 33.429. Ou então bastaria ter um depósito a prazo, no início de 1995, no valor de R\$ 320.000 com rendimentos de 100% do CDI – e deixasse os juros compostos fazer sua magia no Brasil. Sem nenhuma retirada, apenas ¼ de século após, esse depositante teria R\$ 13.268.563, pouco acima da riqueza média do Private!

Evidentemente, clientes do *Private* somavam à acumulação a sobra de “renda do trabalho” da Sociedade de Executivos na alta administração das maiores companhias abertas. Recebiam bônus e outras benesses.

Por exemplo, nos maiores bancos privados, recebiam desde remuneração mensal de R\$ 400 mil e anual de R\$ 4,8 milhões no BTG-Pactual a, respectivamente, R\$ 3.400 mil e R\$ 40,918 milhões no Itaú-Unibanco Holding S.A., maior banco em ativos.

Por qual razão houve esse “milagre de multiplicação dos pães” para os grãos endinheirados? Disparadamente, a maior elevação percentual em sua carteira de ativos financeiros foi a de renda variável com 186%.

A carteira de ações evoluiu de R\$ 164 bilhões (13,8% do total) para R\$ 470 bilhões (27,5%) e fundos de ações elevaram de 6,4% para 9,1%. Logo, *esses investimentos, direto e indiretos, foram de 20% para 37% da carteira dos ricos.*

Em comparação, a do Varejo aumentou pouco além do dobro, indo de R\$ 65 bilhões (3,4%) para R\$ 133 bilhões (6%). Fundos de Ações de 1,7% para 2,1%. Então, *esses investimentos de risco, direto e indiretos, foram só de 5% para 8% da carteira da classe média.*

O número de contas dela em Fundos de Ações evoluiu de 1,241 milhão para 1,256 milhão e diretamente em compra de Ações de 714 mil para 965 mil, ou seja, a ANBIMA só registrou 252 mil acionistas a

mais. No total, foi de 1,955 milhão para 2,222 milhões com aumento de 14% em clientes investindo em ações, direta ou indiretamente.

Segundo a B3, em um ano da pandemia, entraram mais 1,318 milhão de clientes Pessoas Físicas na Bolsa de Valores brasileira. Com aumento de R\$ 226 bilhões, atingiu R\$ 482 bilhões investidos diretamente em ações.

Investidores individuais fizeram, em março de 2021, cerca de 19% das compras e vendas, enquanto investidores institucionais quase alcançaram 24%. Sendo assim, investidores estrangeiros abocanharam a maior participação em valores dessas negociações (52%), devido à entrada de especuladores, seja 993 mil até 45 anos, seja 325 mil acima dessa meia-idade. Quem tem mais a perder, arrisca-se menos.

Quando abrimos o Varejo nos subsegmentos Tradicional e Alta Renda, este com renda do trabalho acima de R\$ 10 mil (5% mais ricos) ou volume de negócios a partir de R\$ 100 mil, fica mais nítida a *estratificação social da riqueza financeira no Brasil* entre camadas de renda média e baixa.

Consolidado dos Segmentos (R\$ Milhões)	TRADICIONAL		TRADICIONAL		Evolução (%)	ALTA RENDA		ALTA RENDA		Evolução (%)
	Mar/20		Mar/21		Anual	Mar/20		Mar/21		Anual
TOTAL ^{[1] [2]}	981.257,9	100,0%	1.134.123,3	100,0%	15,6%	918.221,8	100,0%	1.075.375,1	100,0%	17,1%
1. FUNDOS DE INVESTIMENTO 555 / FMP ^[1]	139.251,4	14,2%	151.302,7	13,3%	9%	430.608,7	46,9%	403.462,4	37,5%	-6%
Ações ^[1]	5.949,0	0,6%	9.332,6	0,8%	57%	26.075,3	2,8%	37.778,3	3,5%	45%
2. FUNDOS ESTRUTURADOS / ETF	4.119,4	0,4%	5.922,9	0,5%	44%	24.441,5	2,7%	36.476,9	3,4%	49%
3. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS	178.369,2	18,2%	195.203,3	17,2%	9%	337.775,0	36,8%	484.747,7	45,1%	44%
Renda Variável	11.831,0	1,2%	20.885,2	1,8%	77%	52.742,8	5,7%	111.894,4	10,4%	112%
Renda Fixa	164.996,6	16,8%	172.219,4	15,2%	4%	274.164,1	29,9%	358.723,2	33,4%	31%
Títulos Públicos	10.215,2	1,0%	8.951,4	0,8%	-12%	31.506,0	3,4%	32.650,0	3,0%	4%
Títulos Privados	154.781,4	15,8%	163.267,9	14,4%	5%	242.658,1	26,4%	326.073,2	30,3%	34%
Híbrido	1.541,6	0,2%	2.098,8	0,2%	36%	10.868,2	1,2%	14.130,1	1,3%	30%
4. POUPANÇA ^[2]	659.518,0	67,2%	781.694,3	68,9%	19%	125.396,5	13,7%	150.888,2	14,0%	20%

Fonte: ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

Salta à vista as evoluções maiores nos saldos investidos em renda variável, tanto no Tradicional (+57% em Fundos de Ações e +77% em Ações), quanto na Alta Renda (+45% nesses Fundos e +112% direto em Ações).

Outro fenômeno inusual é o *aumento da chamada "poupança"*, isto é, abstinência do consumo no presente para consumir mais no futuro. Nos primeiros 12 meses da pandemia, houve elevação das reservas financeiras preventivas contra desemprego, doença ou outro infortúnio, além da preparação para a manutenção do padrão de vida durante a aposentadoria.

Será quando a renda do capital financeiro substituirá a renda do trabalho. Todos os trabalhadores intelectuais de alta renda virarão rentistas!

No fim de março de 2021, existiam 73,612 milhões de contas em depósitos de poupança no Varejo, mas 70,545 milhões eram do Tradicional e 3,066 milhões da Alta Renda. Os R\$ 781,7 bilhões nesses depósitos do Tradicional davam uma média per capita de R\$ 15.243 e os R\$ 150,7 bilhões da Alta Renda resultavam em média per capita de R\$ 5.011.

Seriam os depositantes em poupança os socialmente excluídos, espécie de “párias” brasileiros? Somando também os clientes de Fundos e Títulos e Valores Mobiliários, o Varejo Tradicional se compõe de 81,5 milhões clientes e o de Alta Renda 8,8 milhões.

Os clientes desses investimentos mais sofisticados (FIF + TVM), desconsiderando os depositantes de poupança, somavam 16,679 milhões. Ao acrescentar mais os 130.447 clientes *Private*, seriam 16,809 milhões os membros das castas de natureza ocupacional no Brasil sob o critério de riqueza financeira.

Esse número estava distanciado dos 23,6 milhões de pessoas de 25 anos ou mais de idade graduados em Ensino Superior em 2019. Em termos de comparação internacional, o Brasil era um dos países com menor proporção de população com ao menos o ensino superior. Tratava-se de um total de pouco mais de 21% da população de 25 a 34 anos, concentrados fortemente em quem atingiu a graduação como nível máximo (aproximadamente 20%) e depois em quem atingiu o mestrado (cerca de 1%).

A massificação desse ensino, por não garantir ocupação na profissão, embora propiciasse alguma mobilidade social, já não conduzia à meta de ser *Private*, sequer garante se tornar membro de casta de natureza ocupacional. *Priva-te desse sonho, busque pertencimento a relações afetivas.*

Preferência por Investimentos Financeiros: Motivo Aposentadoria

Preferência pela liquidez é um conceito elaborado por John Maynard Keynes. Daí, comumente, há um abuso do argumento de autoridade ou um embotamento do espírito crítico. Se algo foi dito por Keynes é tomado desde logo como certo, sem maior julgamento ou contextualização para verificar sua adequação.

Seria anacronismo, por exemplo, em um regime de meta de inflação, onde Banco Central fixa a taxa de juro básica de maneira exógena às forças de mercado, com base em uma leitura irrefletida da teoria de Keynes afirmar ser a preferência pela liquidez dos bancos a determinante da taxa de juros. Seria de qual taxa: a de captação (*mark-down* da Selic ou percentual de CDI) ou a de empréstimos (*mark-up* sobre a Selic)?

O *spread* – a diferença entre a taxa paga aos depositantes (custo do *funding*) e a taxa cobrada dos devedores por bancos – é distinta em cada uma das modalidades de crédito e varia de acordo com seus componentes. Em especial, depende muito da avaliação de risco com potencial inadimplência de devedores em dada modalidade. É precificado.

De acordo com o keynesianismo vulgar, isto é, da leitura neoclássica da obra de Keynes, o nível de investimento dependeria da eficiência marginal do capital e da taxa de juros. Quando ambas se igualassem, estaria determinado o nível de produção de equilíbrio escolhido pelos empresários.

Evidentemente, a contribuição de Michael Kalecki a respeito dos determinantes do investimento é muito mais abrangente de toda sua complexidade. Suas flutuações não se correlacionam com as da taxa de juro de curto prazo.

Só indiretamente, através do grau de endividamento ou princípio do risco crescente, a taxa de juro afetaria uma decisão de longo prazo quanto a um projeto de investimento com longa maturação. Por exemplo, investimentos em energia, seja

hidroelétrica, seja petrolífera, podem durar de oito a dez anos até entrar em fase de produção. Oscilação da Selic não os afeta.

Os determinantes do investimento, segundo Kalecki, são:

1. o grau de endividamento;
2. o ritmo de vendas e/ou a expectativa de lucro;
3. o grau de ociosidade na utilização da capacidade produtiva existente;
4. uma inovação tecnológica ou um lançamento de novo produto;
5. as condições demográficas entre outros *fatores de desenvolvimento*.

Os motivos para a demanda por dinheiro são os seguintes.

O *motivo-transação* está relacionado à repetição e à rotina, ou seja, refere-se às despesas ordinárias e certas periodicamente.

O *motivo-financiamento* [*finance*] é também uma retenção temporária antes do dispêndio previsto com despesas extraordinárias, discricionárias ou planejadas.

O *motivo-precaução* é satisfeito por meio de saldos monetários para imprevistos como despesas incertas em função de contingências inesperadas ou oportunidades imprevistas.

O *motivo-especulação* ocorre quando se tem expectativas definidas sobre o futuro. Os investidores apostam na alta da taxa de juros para então aplicar. Há um diferimento para aguardar futuras aquisições mais vantajosas.

Esses dois últimos motivos (precaução e especulação) constituem retenção de moeda ociosa. Os keynesianos os relacionam à preferência pela liquidez.

Em lugar de consumir ou investir o dinheiro em aplicações de menor liquidez, supostamente, as pessoas prefeririam manter seus valores na forma mais líquida possível para ter o potencial de realização imediata de gastos em compras ou investimentos. Nessa

teoria, os juros são vistos como “o prêmio para se abandonar a liquidez”.

Há controvérsia se essa retenção diz respeito à moeda corrente, ou seja, um ativo improdutivo, cujo valor não se refere ao emprego de mão-de-obra para sua produção. Alguns incautos a apontam como *causa monetária para o desemprego*.

Ele seria gerado por preferência pela liquidez: *reter moeda ociosa em vez de gastá-la*. Porém, quando essa moeda está sob forma de depósitos à vista, estes constituem passivos, seja para carteira de empréstimos, seja para carteira de títulos de dívida pública ou privada, ou seja, relacionam-se à *circulação ativa*, geradora de empregos.

Pós-keynesianos costumam confundir a preferência pela liquidez com investimentos em *haveres não monetários com grande liquidez*, constituídos principalmente pelos débitos nas captações das instituições financeiras. São exemplos de “quase-moeda”, para pessoa física, os depósitos de poupança e os fundos de investimentos carregadores de títulos emitidos pelo governo, além de depósitos a prazo (CDB) sem prazos de vencimento para o resgate.

A retenção de “quase-moeda” com facilidade para se converter em meio de pagamento (moeda legal ou escritural) seria a forma de exercício da preferência pela liquidez em economias com regime de alta inflação. Esta corroeria o poder aquisitivo do papel-moeda em poder do público e dos depósitos à vista sem a remuneração de juros. Os saldos inativos, retidos com fins precaucionais ou especulativos, estariam se capitalizando com uma taxa real de juros.

O *motivo-precaução* ocorre também quando há expectativa de a taxa de juros mudar, mas ainda se ignora a direção – e variar a dimensão da taxa de juro real ou deflacionada. Com uma contínua estabilidade da taxa de juros, deixa de haver razão para retenção de moeda ociosa, porque ela não recebe juros, envolvendo custos de oportunidade proporcionais à taxa de juros “perdida”.

A administração de carteira de ativos mais vantajosa busca manter saldos monetários mínimos. Dirigem-se para cobrir estritamente as necessidades transacionais e de *finance* previsíveis.

Idade (anos)	Salário Mensal	Salário Anual	Número de Salários Anuais	Saldo Acumulado	Cálculo dos 120 Investimentos Mensais	Saques Mensais 20 anos 0,5% a.m.
a	b	c	d	e = c . d	f (0,5% a.m.)	g
25	R\$ 1.000,00	R\$ 12.000,00	0	R\$ -	R\$366,12	R\$ -
35	R\$ 5.000,00	R\$ 60.000,00	1	R\$ 60.000,00	R\$1.530,62	R\$ 430,00
45	R\$10.000,00	R\$120.000,00	3	R\$ 360.000,00	R\$2.593,48	R\$ 2.580,00
55	R\$15.000,00	R\$180.000,00	6	R\$1.080.000,00	R\$4.485,32	R\$ 7.737,00
65	R\$25.000,00	R\$300.000,00	9	R\$2.700.000,00	R\$6.177,54	R\$ 19.343,00
75	R\$27.000,00	R\$325.000,00	12	R\$3.900.000,00		R\$ 27.940,00

Na tabela acima simulei um *algoritmo* (1-3-6-9-12) para calcular quanto de acumulação financeira é suficiente. O estoque de riqueza visa propiciar a substituição da renda do trabalho (salário) pelos saques mensais do capital financeiro durante vinte anos na fase inativa, isto é, a da aposentadoria.

Estimei quanto em termos nominais é necessário investir mensalmente a cada período de dez anos na fase ativa do trabalhador com formação universitária e ascensão na carreira profissional. Se os juros se mantiverem estáveis em 0,5% a.m., durante toda a vida, os valores de investimentos e saques seriam os apresentados na tabela.

Essa simulação com uma hipótese forte (juro estável) permite dar realismo à discussão atual sobre as consequências de variações da taxa de juro básica. Como o Banco Central do Brasil decidiu abaixar a Selic 252 média de 13,9% aa em 2015 e 14,08% aa em 2016 até 10,08% em 2017 e 6,48% aa em 2018 – os juros reais no fim de ano caíram do patamar de 7,3% em 2016 e 6,9% em 2017 para 2,6% em 2018 –, podemos observar uma reação paradoxal para muitos analistas afoitos.

Eles têm um pensamento automático: baixando a taxa de juro se elevam os gastos em consumo e investimento. Lego engano, a realidade é mais complexa com múltiplos componentes interativos.

Juros, de maneira similar às demais rendas (salário, aluguel e lucro), devem ser analisados tanto como custo quanto como receita ou demanda. O corte de juros se justifica para a diminuição de despesas dos devedores, mas não para a elevação dos gastos em consumo e investimento em situação de “armadilha de liquidez” ou “desalavancagem financeira”.

Pelo contrário, com sua queda, os investidores do varejo de alta renda e *Private Banking* aumentam o montante nominal de “renda

poupada” para alcançar suas metas de acumulação financeira para a aposentadoria. Os endividados, seja no setor privado, seja o setor público, buscam austeridade em gastos.

A Carta IEDI 927 (20/05/19) mostrou: o contexto sem recuperação econômica não possibilitava ainda a plena *desalavancagem das corporações*. As despesas financeiras cresceram de forma significativa, embora os níveis de juros do país tenham caído.

Isso se dava porque a redução da taxa básica de juros, a Selic, era pouco repassada pelos credores às taxas de empréstimo dos tomadores finais. Além disso, havia muita *dívida com correção cambial*.

No caso mais grave da indústria, os níveis de endividamento foram elevados desde 2015, passando de 69,4% do capital próprio em 2014 para 96,1% em 2018. Seu endividamento subiu intensamente em 2018: +11% em relação a 2017, chegando a R\$ 414,6 bilhões, mesmo quando eram excluídas as gigantes Petrobras e Vale.

Quanto às Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), dentro do *déficit nominal* de 6,98% do PIB, em abril de 2019, 5,6% do PIB (R\$ 389 bilhões) se referiam a encargos com juros nominais. No *déficit primário*, o INSS representa 2,86% do PIB (R\$ 199 bilhões), embora o debate público – sem pluralismo de opiniões – só colocasse foco nesse gasto público antes da Reforma da Previdência.

Em suma, esse viés no debate centralizado no corte de direitos dos trabalhadores fomentava ainda mais o *motivo de precaução* para os de alta renda priorizarem o corte de gastos em consumo para aumentarem seus investimentos financeiros com a finalidade de substituir a Previdência Social. Não acontecia em razão de *preferência pela liquidez*, mas sim por *preferência pela manutenção do padrão de vida*, durante a aposentadoria.

É simples assim... Não é necessário nem desenhar.

Capítulo 4. Geração de *Funding* do Crédito

Introdução

O sistema capitalista financeiro não é compreendido em sua dimensão complexa pela esquerda leiga. Suas funções emergem das interações entre os múltiplos componentes de seus três subsistemas: pagamentos, gestão de dinheiro em investimentos financeiros e alavancagem financeira de investimentos produtivos geradores de empregos.

Quase toda (86% segundo o Banco Central do Brasil) população adulta já é “bancarizada”. Somando a PIA (70%) com idosos (10%) e descontando 15 milhões ocupados em zona rural, resulta em 115 milhões de contas correntes ou cartões de débito existentes.

Diferentemente de nossa relação com o setor produtivo, seja privado, seja público, do qual dependemos de suas decisões de gastos em investimento para haver oferta de emprego, nossa relação com o setor financeiro é praticamente obrigatória. Pessoa Física ou Pessoa Jurídica, ambas são componentes do sistema financeiro porque demandam fazer pagamentos por cheques ou eletrônicos, reservas financeiras por aplicações e, eventualmente, compras a prazo por crédito.

Essa “relação de amor e ódio” tem origem histórica em preconceito antissemita desde os primórdios dos bancos. O nome “banco” foi criado pelos banqueiros judeus de Florença, na época do Renascimento, designando a mesa onde eram trocadas as moedas. Em 1406, foi criado o primeiro banco: o *Banco di San Giorgio*, em Gênova.

A etimologia da palavra usura provém de duas palavras latinas “*usus*” e “*rei*” com o sentido de cobrança pelo uso. A usura é entendida como a cobrança de remuneração abusiva pelo uso do capital. Embora a tomada de empréstimo seja um ato voluntário, depois o devedor costuma a imputar como ilegal, se não consegue arcar com os deveres.

Inicialmente, a usura foi repudiada por todas as religiões, inclusive a judaica ao condenar a cobrança de juros a "irmãos". Socialmente, o abuso passou a ser considerado conduta criminosa por diversos ordenamentos jurídicos, inclusive o brasileiro pela Lei da Usura.

Juro representa a remuneração do custo de oportunidade e do risco de o credor ceder o uso lucrativo do próprio dinheiro ao devedor. A disputa se dá em torno de sua cobrança ser razoável, ou seja, dentro dos limites contratuais aceitos por prefixação, ou excessiva. Usura seria a cobrança de taxas superiores ao limite máximo contratado.

Santo Tomás de Aquino fez sua explanação a respeito em *Suma Teológica*, obra escrita entre os anos de 1265 e 1273. A *usura* seria um pecado contra a justiça, ao se vender algo não existente, porque ele creditava ao dinheiro um aspecto estéril: não poderia gerar nenhum fruto.

Teria como função apenas ser meio de trocas através do seu poder de compra intrínseco. Não seria justo, então, ser cedido para obter lucro sem risco.

Para muçulmanos, a cobrança de juros é considerada *usura*, prática reprovável sob os conceitos de moralidade por não estar relacionada a algum tipo de trabalho. Seguem preceitos ligados ao comércio.

O mundo econômico giraria em torno dessa atividade de Maomé. Como não consideram o dinheiro uma mercadoria, não pode ser objeto de comércio. O capital deve estar sempre relacionado a algum tipo de atividade produtiva.

Nas Finanças Islâmicas, o retorno da cessão do próprio dinheiro a outro seria por meio de participação nos lucros e riscos em crédito concedido. O banco credor pode ser apenas parceiro, partilhando os riscos com o devedor. A religião islâmica aceita o direito de participação nos resultados do empreendimento em comum como sócio.

Repare, nesse caso, a atividade econômica permitida estar ligada ao "trio schumpeteriano" – *inovação, empreendedorismo e*

crédito –, mas referente ao mercado de capitais. Para se usar o dinheiro de outras pessoas em benefício próprio, o empreendedor tem de conseguir associados. Seu “ganho do fundador” é a participação acionária majoritária e a gestão.

Em *alavancagem financeira* via crédito, não há a divisão de lucros ou prejuízos, há apenas o direito de receber juros e ter o empréstimo amortizado. Quem detém o direito de propriedade e gestão, via ações ordinárias, arca com maior risco. Não têm nem a preferência no recebimento de dividendos, como os detentores de ações preferenciais.

Porém, a abertura de capital com IPO de parte minoritária, permite a cotação do valor de mercado da empresa ser atribuída por especulação no mercado de ações para ganho de capital. A partir daí, ele poderá tomar dinheiro emprestado para fusões e aquisições. Leva à elevação do valor de mercado e enriquecimento pessoal.

A esquerda dogmática, embora atea, desconhece o compartilhamento de preconceito religioso quanto aos demonizados “banqueiros”. Na realidade, não distingue nem os profissionais gestores dos grandes bancos de varejo de os banqueiros de negócios no atacado, como a turma do BTG-Pactual incrustada e promíscua com o Poder Público.

O capital na órbita produtiva, para aumentar sua escala de produção e empregos, necessita ser alavancado com empréstimos do capital financeiro. Depois, ele abre capital em IPO. A partir daí, as valorizações e as desvalorizações do valor de mercado de empresas se dão por flutuações dos valores de suas ações no mercado secundário.

As fortunas flutuam de acordo com esse mercado secundário a partir de rumores e boatos, comportamentos miméticos e profecias autorrealizáveis na alta e na baixa. O desempenho do fluxo de lucros e dividendos importa, mas não parece ser tão decisivo. Por exemplo, o ranking de bilionários da Forbes varia de acordo com as cotações.

Vamos, neste capítulo, investigar a relevância dos investimentos financeiros para constituírem *funding* dos empréstimos. Com esse lastro, o país alcançou *autonomia relativa em financiamento*, falta algo semelhante em tecnologia.

Crise Pandêmica sem Risco Sistêmico Financeiro

O sistema financeiro está passando por nova situação nesta “pandemia sanitária e econômica” com Efeito Rede global. Apesar de haver algumas rupturas das cadeias globais de produção e comércio exterior, acentua-se a atual divisão internacional do trabalho.

A variação do PIB ante o trimestre anterior, no 3º. Trimestre de 2020, foi de +11,5% na China contra -9,1% nos Estados Unidos e -9,7% no Brasil, ambos presididos por populistas de direita, negacionistas da Ciência e com os dois maiores índices de mortalidade pelo Covid-19.

Segundo *The Economist* (23/07/2020), esta Nova Era tem quatro características:

1. as restrições orçamentárias, para US\$ 4,2 trilhões de gastos, não se colocam por conta do endividamento público ou financiamento monetário do déficit fiscal;
2. nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, zona do euro e Japão criaram novas reservas de dinheiro no valor de cerca de US\$ 3,7 trilhões em 2020;
3. o Fed e o Tesouro dos Estados Unidos estão protegendo 11% de todo o estoque de dívida empresarial – e demais governos e Bancos Centrais seguem o exemplo;
4. a inflação baixa é a razão para não se preocupar com a dívida pública.

Essa Nova Era também apresenta um grave risco. Se a inflação aumentar, inesperadamente, devido à “eutanasia dos rentistas”, carregadores da dívida pública, os Bancos Centrais terão de aumentar suas taxas de juros. Nesse caso, eles e os Tesouros pagarão grandes somas de juros sobre as novas reservas criadas para comprar títulos.

Outra inovação financeira é os bancos estarem sendo superados por uma nova onda de inovação nos mercados de capitais. Ela mudou a securitização e a emissão de dívida. Levou a mais empréstimos diretos por outro tipo de empresas financeiras.

Em vez de atuar como credor de último recurso para os bancos, agora o Fed se tornou o criador de mercado de último recurso, intervindo nos mercados de crédito com um volume total de cerca de US\$ 23,5 trilhões. A regulamentação embotou a vantagem competitiva dos bancos.

O fato de eles serem verticalmente integrados — tendiam a emitir empréstimos, monitorar e cobrar esses empréstimos e manter o risco associado em seus balanços — lhes deu uma vantagem sobre os investidores e fundos.

Por isso, os bancos tradicionais não tiveram incentivo para tanta inovação tecnológica e ousadia como as *fintechs*. Aqueles bancos tornaram-se avessos ao risco, estes não-bancos (digitais) conhecedores de nova tecnologia para atender os antes “não-bancarizados” ou discriminados por baixa renda, estão avançando.

Houve *desalavancagem financeira das empresas não-financeiras* quanto à dívida bancária, mas a dívida corporativa, através de títulos de dívida direta (debêntures) se elevou muito. Foi facilitada por operações estruturadas em mercado de capitais pelos próprios bancos (aqui no Brasil) e por “bancos paralelos” (lá nos Estados Unidos). Os mercados de capitais financiaram a maior parte do aumento da dívida corporativa.

Em 2007, os ativos financeiros não bancários globais chegaram a US\$ 100 trilhões, equivalentes a 172% do PIB e 46% do total de ativos financeiros. Agora, esses ativos, de US\$ 183 trilhões, constituem 212% do PIB, ou 49% dos ativos financeiros mundiais.

O termo “banco paralelo”, por não ser regulamentado pela Autoridade Monetária, pode ser aplicado a uma série de instituições e atividades financeiras como fundos de pensão, seguros, *private equity* e *hedge*, fundos de multimercado.

É relevante a esquerda se atentar: eles fornecem um meio para os trabalhadores do Varejo de Alta Renda, boa parte da base de apoio da esquerda, investirem seu dinheiro para aposentadoria em títulos de dívida pública e títulos de dívida direta de empresas não-financeiras. Há desintermediação bancária, mas os bancos continuam a ser demonizados.

Fontes de Financiamento em Riqueza Pessoal e Corporativa

Em março de 2012, o patrimônio dos 36 bilionários brasileiros na lista da Forbes somava US\$ 151 bilhões, enquanto em março do ano seguinte o número de participantes do país subiu para 46 pessoas. Juntas, possuíam US\$ 189,3 bilhões, ou seja, a soma de suas fortunas cresceu cerca de US\$ 40 bilhões no último ano.

Foi um mês antes de o Banco Central do Brasil retomar o crescimento estapafúrdio da taxa de juro básica. Entre abril de 2013 e julho de 2015, a Selic passou de 7,25% aa para 14,25% aa – e assim permaneceu até outubro de 2016, após o golpe semiparlamentarista derrubar o governo eleito.

Para comparar, o total dos ativos dos fundos de pensão fechados no País alcançava, em setembro de 2012, R\$ 643 bilhões, em torno do dobro da fortuna dessas pessoas físicas no ano. Em junho de 2012, os participantes ativos e os dependentes dos fundos de pensão eram cerca de 6 milhões de pessoas. Em outros termos, *o capital de base trabalhista, quando agregado, superava o capital dos maiores capitalistas brasileiros.*

O número de clientes de *Private Banking*, segundo estatísticas da ANBIMA, chegou a 50,6 mil no fim de 2011. Este número representava menos de 1/3 da estimativa de 165 mil milionários no Brasil efetuada pela pesquisa da *Capgemini Merrill Lynch Global Wealth Management: 2012 World Wealth Report*.

Os dados de patrimônio disponível para investimento acima de um milhão de dólares incluíam o valor de posições em empresas de capital fechado apresentadas pelo valor contábil, bem como todas as formas de ações cotadas em mercados públicos, títulos de investimentos, fundos e depósitos em dinheiro. Os números não consideravam artigos de coleção, produtos de consumo, bens de consumo duráveis e imóveis usados como residência principal.

No fim do primeiro ano do segundo mandato do Governo FHC (dezembro de 1999), 2,05% das contas bancárias não protegidas pelo FGC (Fundo Garantidor de Crédito) possuíam 70,92% do valor total. Em dezembro de 2011, fim do primeiro ano do primeiro mandato do Governo Dilma, 1,21% possuíam 72,73%.

Elevou-se de 1,536 milhão para 2,132 milhões o número de contas não protegidas pelo FGC, acima do valor nominal de R\$ 20.000, em dez/1999, e de R\$ 70.000, em dez/2011. O número total de contas de clientes passou de cerca de 75 milhões para cerca de 175 milhões, respectivamente, aumentando 100 milhões.

Passaram-se três mandatos presidenciais (um de FHC e dois de Lula) e esses indicadores de riqueza financeira, desconsiderando a inflação, tornaram-se os seguintes. O número de contas de clientes com valores acima de R\$ 20.000 alcançou 7.348.798, quase cinco vezes mais. Se cada CPF foi cadastrado em apenas uma conta, teria se elevado de 1,5 milhão para 7,3 milhões o número de clientes possuidores de títulos de dívida bancária (depósitos a prazo, a vista, de poupança, LCI e outros), acima desse valor nominal, em dezembro de 2010.

Impressiona mais a elevação do valor nominal desses ativos financeiros: de R\$ 246 bilhões para R\$ 1.331 bilhões, ou seja, multiplicou-se mais de cinco vezes no período. Houve enriquecimento significativo de parte da sociedade brasileira.

Para se ter um comparativo, o PIB brasileiro, em 1999, alcançou R\$ 973 bilhões (ou US\$ 536,5 bilhões) e, em 2011, R\$ 4.143 bilhões (ou US\$ 2.367 bilhões), elevando-se pouco mais de quatro vezes. Logo, o saldo de ativos passou de 25% do PIB para 32% do PIB.

Isto pode ser visto como resultado tanto de maior inclusão financeira quanto do enriquecimento da massa de investidores, embora observa-se indícios de ter ocorrido concentração dessa riqueza financeira. O fato é *o funding para empréstimos, captado por bancos, aumentou relativamente ao valor agregado.*

A "indústria de fundos" foi constituída, após 1998, principalmente, para carregar o estoque da então crescente dívida pública, facilitando sua "rolagem". Embora a relação dívida mobiliária federal (fora do Banco Central) em relação ao PIB tenha sido declinante em toda a Era Social-Desenvolvimentista (2003-2014), esperava-se os fundos de investimentos prosseguirem nessa "missão" ainda por longo tempo.

Entretanto, podia-se especular se a oferta de novos títulos de dívida privada corporativa, como debêntures, emitidas diretamente por grandes empresas, ou Letras Financeiras, emitidas por bancos, ofereceria uma alternativa competitiva em contexto de baixa taxa de juros real. Esses novos produtos financeiros ou as “garantias firmes” assumidas pelos bancos em operações estruturadas para grandes empresas não-financeiras poderiam ser adquiridos pelos fundos.

A dedução relevante dessa análise da riqueza financeira, então, era a necessidade incentivar o lançamento de produtos capazes de representar captação de *funding* para lastrear o financiamento em longo prazo da estratégia de desenvolvimento nacional. Eles deveriam atrair a atenção dos gestores de modo a mudarem a tradicional seleção de carteira de ativos financeiros, antes quase toda focada em títulos de dívida pública com risco soberano, liquidez elevada e rendimento real positivo.

De maneira impressionista, o total geral de todas as formas de manutenção de riqueza financeira ultrapassava três vezes o valor do PIB brasileiro. Entretanto, devia-se descontar o somatório do estoque de derivativos.

Alcançava perto de 45% do total dos ativos financeiros. Isso impressionava, mas não representava, de fato, riqueza financeira disponível para outros fins. A soma dos títulos financeiros de renda fixa e variável (150% do PIB), sim, constituía *riqueza mobilizável ou passível de transferência ou conversão em outros ativos*.

A *capitalização bursátil*, representativa dos valores de mercado das sociedades abertas, possuía volatilidade contínua e sinalizava as condições favoráveis ou não para o lançamento primário de ações. Representava, para cada investidor, uma possibilidade de realização do lucro ou ganho de capital através do mercado de renda variável.

Mesmo se restringirmos nosso olhar apenas para as fontes potenciais de financiamento interno em longo prazo no mercado de títulos de renda fixa, todos os Haveres Financeiros representavam cerca de 95% do PIB, durante o PAC (Plano de Aceleração Econômica). Entre títulos públicos, corporativos, bancários, de cessão de crédito, seria possível fazer inovações financeiras e incentivar os investidores a selecionarem carteira de ativos de maneira favorável à *estratégia nacional de desenvolvimento socioeconômico*.

Sistema Financeiro Complexo para Aplicar, Empréstimo e Pagar

Em economia de mercado com livres iniciativas particulares, as decisões descentralizadas e descoordenadas dos empreendedores setoriais são determinantes da quantidade de empregos oferecida pelos empregadores aos trabalhadores.

Os empreendedores estão sujeitos a expectativas diversas. Suas decisões se baseiam em um ou outro cenário futuro, de acordo com cada interesse particular, em um ambiente econômico em mutação.

As decisões de cada um influenciam as decisões dos demais ao resultarem em contextos dinâmicos. De suas interações emerge um *sistema complexo*, onde não existe planejamento de ação nem controle central, mas sim *auto-organização espontânea e instável*. Qualquer resultante macroeconômica é consequência de inúmeras ações individuais e interdependentes em termos de estratégias econômicas.

Muitas vezes o procedimento mais aconselhado ou racional para a defesa dos interesses de cada agente econômico não seria o melhor procedimento para atender, de forma calculada, os interesses da sociedade como um todo.

Essas interações de decisões individuais livres resultam frequentemente em consequências irracionais e inesperadas pela avaliação racional dos próprios indivíduos. O ponto de vista microeconômico diverge do olhar macro sistêmico por causa do chamado Sofisma da Composição.

Por exemplo, a produção de bens e serviços depende de lucro. O emprego só será oferecido se os produtos puderem ser vendidos de maneira lucrativa. Porém, isso não depende só dos custos do trabalho, porque é dependente, fundamentalmente, da respectiva demanda.

A produção ficará aquém de todo o seu potencial – dado pela utilização de toda a capacidade produtiva em termos de mão de obra, máquinas e equipamentos, insumos, etc. –, quando a *demanda agregada* for deficiente, mesmo se a sociedade tiver imensa

necessidade dos bens possíveis de se produzir. A necessidade não constitui demanda caso não seja acompanhada de dispêndio.

A *demanda efetiva* de bens e serviços depende do estoque líquido de riqueza próprio de cada agente econômico e do crédito porventura possível de obter. O *fluxo* de renda recebido se transforma, imediatamente, em *estoque*, seja com gastos, seja em aplicações de portfólio – saldos de ativos diversos, inclusive monetários, não remunerados por juros, mas líquidos.

Quanto mais sólido for o cadastro patrimonial de um cliente, maior será a facilidade de obtenção de empréstimos. A fonte de gastos é constituída de *recursos próprios*, inclusive os capitalizados, e de *recursos de terceiros*, não somente do fluxo de renda recebida.

A renda agregada é resultante dos múltiplos gastos. Cada agente consegue sua renda atendendo à procura dos demais. O gasto de cada um possibilita renda para outros, em contrapartida, a renda individual depende de gastos de outros.

Nem toda a renda recebida é utilizada para gastos em consumo ou investimento. De acordo com as expectativas de um agente econômico, seja família, seja firma, ele poderá querer *aplicar parte de seu fluxo de renda recebido para acumular riqueza*, por precaução, por especulação, ou para receber mais renda, por exemplo, de juros ou de aluguel. Desse modo, ele gasta menos do possibilitado por todo seu patrimônio líquido.

Essa *postura prudencial ou especulativa* não geraria problema nenhum se a decisão tomada por uns de acumular capital financeiro ou imobiliário já existente propiciasse recursos para outros decididos a imobilizar em capital novo, isto é, expandir sua capacidade de contratar força de trabalho, produzir e lucrar mais. Nesse caso, o desejo de reter “riqueza não diretamente produtiva e produtível” não seria causa de desemprego se gerasse *funding* ou compras de ativos novos como imóveis não usados.

No entanto, nenhum empreendedor estará propenso a adquirir capacidade produtiva nova se isto não lhe assegurar perspectivas de lucro. Se generaliza o desejo individual de uso da renda para aumentar a riqueza particular não representada por produtos novos, isso nada contribui para encorajar os empreendedores a esperar

maiores lucros sobre o capital investido na produção, gerador de emprego.

Existe desemprego quando o impulso para os gastos dos contratantes de mão de obra não é suficiente para a contratação de toda a população economicamente ativa em busca de emprego. Isto ocorre *quando a demanda efetiva privada é deficiente*, ou seja, não é suficientemente grande para incentivar os empreendedores a obter lucro através da potencial utilização do trabalho dos desempregados.

Nesse caso, o governo é pressionado pelos eleitores a fazer uso de gastos públicos, em razão de política pública, como substitutos de gastos privados, inibidos por *expectativas pessimistas*.

Em 2017, as 91,449 milhões pessoas ocupadas na semana de referência da PNADC – Caracterização Adicional do Mercado de Trabalho em 2012-2017, se subdividiam nas seguintes participações pela ordem:

1. empregados no setor privado com carteira assinada: 36,3% ou 33,195 milhões;
2. trabalhadores por conta própria: 25,3% ou 23,105 milhões;
3. empregados no setor público: 12,4% ou 11,339 milhões;
4. empregados no setor privado sem carteira assinada: 12,2% ou 11,157 milhões;
5. trabalhadores domésticos: 6,8% ou 6,218 milhões;
6. empregadores: 5% ou 4,409 milhões;
7. trabalhadores familiares auxiliares: 2% ou 2,223 milhões.

A abertura de contas bancárias cresceu de 75 milhões em 1999 para 310 milhões em junho de 2018, com ritmo mais intenso de 2003 a 2015, segundo o FGC. Deu *acesso popular à cidadania financeira* a praticamente toda população na força do trabalho.

Um cliente podia possuir aplicações em mais de um produto. O valor total de depósitos à vista era R\$ 164 bilhões, distribuídos por 104.459.727 clientes, número quase igual ao da força do trabalho: 104,419 milhões. As faixas de valor até R\$ 1 mil apresentavam saldo

total de R\$ 6 bilhões e concentravam a maior parcela dos depositantes, 88,7%.

Os 153.371.047 depósitos de poupança (49,4% do total de contas bancárias) totalizavam R\$ 736,4 bilhões e representavam 35,5% dos créditos existentes em produtos garantidos pelo FGC. A maior parte dos clientes situava-se na faixa até R\$ 100,00, concentrando 59,1% dos depositantes.

O montante de depósitos a prazo era de R\$ 837,5 bilhões, distribuídos por 18.126.237 titulares. A maior concentração de clientes estava situada na faixa até R\$ 5 mil, apresentando 13.726.513 titulares. Em contrapartida, a faixa com valores acima de R\$ 1 milhão concentrava a maior parte do saldo, R\$ 569,2 bilhões (68%), distribuídos por 66.044 titulares. Eles representavam 0,36% dos clientes do produto.

Considerando os créditos garantidos, o FGC informava, em junho de 2018, haver cerca de 208 milhões contas (89% do total de 235,5 milhões) com saldos até R\$ 5.000,00, cujos valores consolidados representavam 3,9% do total de R\$ 2,075 trilhões captados em produtos bancários. No outro extremo, com saldos acima de R\$ 1 milhão, eram apenas 134 mil contas, acumulando 43,4% dos valores. *A concentração de riqueza financeira supera muito a concentração da renda do trabalho.*

Segundo a ANBIMA, em junho de 2018, no varejo, havia 82,9 milhões de cadernetas de poupança com saldos inferiores a R\$ 100,00, cujo saldo médio per capita era R\$ 14,41, acumulando R\$ 1,2 bilhão. Desconsiderando-as como fossem *contas inativas*, para evitar distorção estatística, e considerando os saldos acima desse valor, eram 59 milhões de depósitos de poupança acumulando R\$ 683 bilhões, cujo saldo médio per capita era R\$ 11.573,16.

Comparando com os outros produtos de varejo (fundos com R\$ 557 bilhões e títulos e valores mobiliários com R\$ 488 bilhões), esses depósitos constituíam o maior *funding* do sistema bancário. Logo, *a classe média de renda baixa autofinanciava a casa própria*, em geral, a maior riqueza familiar. Isto permitia mobilidade social.

Tabela 1

Segmentos de Clientes de Fundos e Títulos e Valores Mobiliários

Produtos Bancários (sem Poupança) Fundos e Títulos e Valores Mobiliários	Fim de Período			
	dez 2015	dez 2016	dez/ 17	jun/ 18
VAREJO TRADI CI ONAL				
Patrimônio Líquido - R\$ Mil	294.496.484	320.801.896	342.403.089	337.551.371
Número de clientes	6.345.595	6.518.557	7.262.574	7.270.951
Riqueza Per Capita R\$	46.409,59	49.213,64	47.146,24	R\$46.424,65
VAREJO ALTA RENDA				
Patrimônio Líquido - R\$ Mil	515.436.396	619.459.812	687.650.461	720.025.591
Número de clientes	3.146.863	3.551.014	3.776.676	3.983.216
Riqueza Per Capita R\$	163.793,73	174.445,89	182.078,22	R\$180.764,89
PRI VATE BANKI NG				
Patrimônio Líquido - R\$ Mil	712.480.020	831.593.529	964.034.474	1.010.119.413
Nº de Clientes	109.894	112.036	117.421	122.219
Nº de Grupos Econômicos	52.050	54.100	56.619	57.943
Riqueza Per Capita de Clientes	6.483.339	7.422.556	8.210.069	R\$8.264.831,27
Riqueza Per Capita de Grupos	13.688.377	15.371.415	17.026.696	R\$17.432.984,36
Fonte: ANBIMA (elab. FNC) - Selic 252 média:	13,90	14,08	10,08	6,53

Os trabalhadores com salário acima do teto do INSS (R\$ 5.645) necessitavam ser rentistas para manter o padrão de vida durante a longa fase inativa de aposentadoria. Assim, seria um erro político assustar os 11,254 milhões rentistas do varejo tradicional e de alta renda, desconsiderando os depositantes de poupança, com a ameaça de quebra de contratos financeiros (“desfinanceirização”), dada a importância do *funding* em títulos e valores mobiliários para lastrear as operações de crédito, inclusive as realizadas por bancos públicos.

Em junho de 2018, a riqueza per capita daqueles clientes bancários, sem considerar os depósitos de poupança, era, respectivamente, R\$ 46 mil e R\$ 181 mil. Os “capitalistas” se concentravam no *Private Banking* com riqueza per capita de R\$ 8,2 milhões. *A desigualdade é inerente ao capitalismo em todas as fases.*

Considerando apenas os 11,376 milhões de investidores em fundos e títulos e valores mobiliários, ou seja, desconsiderando os 142 milhões depositantes de poupança, aquele número provavelmente tem uma alta correlação com o dos formados em curso superior no Brasil. A escolaridade do eleitorado, em 2018, registrava 13.404.578 eleitores (9% do total) com Ensino Superior Completo e 7.246.240 com Superior Incompleto (5%).

Infelizmente, apenas 35% da população brasileira com idade entre 18 e 24 anos tinham diploma de ensino superior. Os percentuais mudavam de acordo com a classe social: no grupo dos

25% mais ricos, 85% deles tinham ensino superior; e no grupo dos 25% mais pobres, somente 12% tinham diploma universitário.

Na faixa etária de 30 a 39 anos, o rendimento mensal das pessoas só com Ensino Médio era de R\$ 1,8 mil. Esse salário saltava para R\$ 4,7 mil quando se tinha um diploma de ensino superior, segundo informações do estudo “Valor Análise Setorial 2017 – Ensino Superior”.

A grande diferença de salário entre as pessoas com e sem diploma universitário se mantinha até a aposentadoria. Entre 50 e 64 anos, o rendimento médio das pessoas graduadas atinge R\$ 7 mil, quase três vezes maior se comparada com a de R\$ 2,4 mil de quem só tinha o segundo grau médio concluído. *Emergiu uma classe média universitária no País.*

Evidências propiciadas por Thomas Piketty, no livro *O Capital no Século XXI*, mostraram uma *classe média de riqueza*, praticamente, não existir antes da I Guerra Mundial, época de maior desigualdade na história mundial. Houve destruições de riquezas nas guerras, na hiperinflação alemã e na Grande Depressão.

A urbanização e a massificação do Ensino Superior impulsionaram a ascensão social das corporações profissionais de universitários e trabalhadores qualificados e sindicalizados. A aliança destes resultou na *socialdemocracia* europeia (chamada de *social-desenvolvimentismo* no Brasil) em luta por um Estado de bem-estar social.

Antes, predominava uma sociedade rural com riqueza em ativos imobiliários e rentismo parasitário em renda da terra. Depois, tornou-se uma sociedade urbana com menor desigualdade pelo surgimento de uma classe média, composta inclusive por operários especializados.

A sobra de renda do trabalho acumulada sob forma de *ativos financeiros* – mais líquidos em relação aos *ativos imobiliários* – propiciaria a manutenção das condições de vida durante a maior fase inativa dos seres humanos. Além disso, seriam *fontes de financiamento para alavancagem financeira*. Se isso é a demonizada “financeirização”, ela constitui chance de *mobilidade social positiva*.

Segundo as DIRPF 2017 - AC 2016, entre os 28 milhões declarantes apenas 679 mil (2,4%), na faixa acima de 40 salários mínimos mensais de renda, eram milionários, considerando bens e direitos per capita em reais. Entre os bens e direitos de todos os declarantes, 40% eram ativos imobiliários, 7% veículos, embarcação, aeronave, coleções, etc., 53% restantes considerados ativos financeiros, inclusive os monetários. Essa riqueza financeira de Pessoas Físicas equivalia a 70% dos Haveres Financeiros totais (M4) em dezembro de 2016.

Entende-se, então, a necessidade estratégica dos bancos colocarem foco também em Pessoa Física, segmentando o atendimento pessoal. Eles não apenas focalizaram Pessoa Jurídica como os adeptos da hipótese da "financeirização" pressupõem.

Vimos também o acesso da força do trabalho brasileira ao *sistema de pagamentos de varejo*, levando em conta como indicador a semelhança entre o número de correntistas com depósitos à vista e o de pessoas na força do trabalho: 104 milhões, inclusive os 13 milhões desocupados. Fora da força do trabalho tinham 65,6 milhões pessoas como idosos aposentados, donas de casa, estudantes, etc.

Podem estar entre os 153,4 milhões depositantes de poupança, muitos com contas inativas ou com baixíssimo saldo médio. Porém, eram "bancarizados". Eu não os classificaria como "financeirizados".

Se a grande maioria participa do sistema financeiro nacional ao fazer uso do sistema de pagamentos do varejo através de contas bancárias, a maior parte pode ser tratada como "párias". São excluídos do mundo das Finanças por indisponibilidade de recursos pecuniários, isto é, miséria da maioria da população brasileira.

Mas, para *uma minoria composta de castas de natureza ocupacional*, inclusive a dos trabalhadores formais organizados, as Finanças Pessoais são extremamente importantes como Previdência Privada complementar à Social, quando se aposentarem.

Considerando os R\$ 4,2 trilhões em Administração de Recursos de Terceiros, isto é, em fundos distribuídos por segmentos de investidores, segundo a ANBIMA, em janeiro de 2018, o *capital de origem trabalhista predominava*: fundos de pensão com 34%; varejo tradicional, 7%; varejo de alta renda, 9%; RPPS (Regime Próprio de

Previdência Social), 3%; totalizando 53%. Os “capitalistas” propriamente ditos teriam 47%: Pessoas Jurídicas, 14%; *Private Banking*, 16%; demais: 17%.

Circuito Monetário-Financeiro em Sistema Complexo

Podemos usar ideias-chave da Teoria do Circuito Monetário na análise da complexidade.

1. Existe uma hierarquia entre os agentes econômicos, no circuito monetário.
2. Toda produção é objeto de um financiamento inicial e de um financiamento final, com o alongamento do perfil da dívida com *funding* de longo prazo.
3. A moeda é, fundamentalmente, uma moeda de crédito endógena, isto é, criada pelas forças do mercado.
4. Há leis macroeconômicas independentes das intenções microeconômicas.

Em uma rede de relacionamentos multipolares, a seleção dos nódulos mais influentes em termos de interconexões estabelece uma hierarquia capaz de *transformar complexidade em simplicidade*. O circuito econômico é composto por várias castas de natureza ocupacional, onde cada qual tem uma função determinada por interesses conflitantes ou competitivos com os das demais.

Em nível mais abstrato, a Teoria do Circuito distingue as empresas não-financeiras (PJ– Pessoa Jurídica), as famílias (PF – Pessoa Física) e os bancos (IF – instituições financeiras). Pode-se ajuntar o Estado e o Exterior, sem comprometer, em termos metodológicos, o raciocínio básico, estilizado.

Diferentemente da *hierarquia de mercados*, quando os indivíduos tomam suas decisões de alocação à la *laissez-faire*, hipótese adotada nos modelos da síntese neoclássica, dentro do circuito monetário-financeiro há uma *hierarquia de ações*, baseada em funções.

O sistema financeiro possui três funções básicas:

1. oferecer oportunidades de investimentos rentáveis, seguros e líquidos;
2. oferecer empréstimos;
3. oferecer um sistema de pagamentos, tanto no atacado, quanto no varejo.

As *empresas não-financeiras* são responsáveis pelas decisões de produção. Suas antecipações, em relação à expectativa de demanda efetiva, deslançam o processo produtivo.

O *sistema bancário*, inclusive o Banco Central e os clientes classificados equivocadamente como “público não-bancário”, gera o crédito monetário necessário à produção. Os bancos têm o papel de repartir o poder de compra responsável por começar o processo produtivo.

O papel das *famílias* é duplo. De uma parte, as Pessoas Físicas fornecem a mão de obra exigida pela produção. De outra parte, elas justificam (ou não) as antecipações e as decisões das empresas através da utilização feita da renda previamente lhes distribuídas: uma parcela é consumida, outra investida no mercado financeiro.

As diferentes castas de natureza ocupacional possuem poderes distintos. Os empreendedores da *casta dos mercadores* decidem a demanda efetiva e, então, o emprego e as rendas a serem ofertadas às castas dos trabalhadores e dos sábios-universitários.

A *subcasta dos mercadores financistas* tem certo poder sobre a taxa de juros exigida como remuneração dos empréstimos, assim como sobre as condições de escolha para os adiantamentos bancários, ou seja, a *avaliação do perfil de risco dos clientes*. Eles aprovam somente os projetos aparentemente rentáveis e seguros porque são depositários de recursos de terceiros fiscalizados pelo Banco Central.

A *casta dos trabalhadores organizados*, por intermédio de seus sindicatos, tem um certo poder sobre o salário nominal. Ela luta pelo salário nominal, mas não consegue manter o salário real. O poder aquisitivo depende de preços fixados pela casta dos mercadores, uma vez os custos sejam conhecidos e uma margem de lucro acrescentada.

Os *fluxos monetários do circuito* são hierarquizados. As *empresas* não podem produzir sem acesso aos adiantamentos monetários dos *bancos*. As *famílias* não podem gastar sem as *firmas* decidirem produzir e pagar suas rendas salariais.

As *empresas* não podem reembolsar os *bancos* caso as *famílias* não façam dispêndio de pelo menos parte das rendas recebidas, seja pelo consumo, seja pela aquisição de títulos financeiros, isto é, passivos de empréstimos. Os *bancos* não podem emprestar senão se as *firmas* decidem a produzir, mesmo no caso de crédito direto ao consumidor.

Este crédito repousa no efeito sobre a antecipação da renda futura pela família, dependente das decisões de emprego do grupo de empresas. As *famílias*, caso não tenham acumulado riqueza financeira ou herdado bens patrimoniais rentáveis, não possuem autonomia de decisões.

Dentro do circuito monetário-financeiro, o *financiamento da produção* se faz em dois tempos. No início, antes da firma depositar em conta corrente os salários ou pagar suas matérias primas, ela deve dispor de uma fonte de financiamento: os adiantamentos dos bancos para capital de giro.

A moeda é adiantada, então, antes da troca de bens. Ela é integrada à economia quando a empresa deve remunerar as famílias ao longo do processo de produção.

Neste sentido, a economia monetária da produção é também um *sistema de pagamentos*. A produção requer o financiamento preliminar pelo crédito em curto prazo.

Na *sequência do circuito monetário-financeiro*, a empresa vai recuperar uma parte das rendas pagas, seja em *despesas de investimento*, para outras empresas, seja em *despesas de consumo* com aquisição de seus bens e serviços, ou mesmo pela captação das aplicações financeiras das famílias.

Esse alongamento do perfil da dívida inicial propicia o financiamento final ou definitivo (*funding*), seja por empréstimos em longo prazo, seja pelo lançamento de títulos de dívida direta como debêntures no mercado de capitais.

As despesas de produção correntes, dentro de um circuito sem crise, serão, assim, inteiramente absorvidas. Quanto às *despesas de investimento*, uma parte será financiada pelos lucros retidos nas firmas, outra parte virá das aplicações captadas das famílias, por exemplo, via emissão pelas empresas de ações e debêntures em lançamentos primários no mercado de capitais.

O resíduo virá de *empréstimos* em médio ou longo prazo dos bancos. Estes atuam, nesse caso, no papel de intermediários financeiros.

Eles fazem a intermediação com base no entesouramento feito pelas famílias sob forma de depósitos bancários (a prazo ou de poupança) remunerados. Estes depósitos induzidos resultam dos depósitos iniciais em contas correntes provenientes do financiamento inicial das empresas, concedido por adiantamentos bancários.

O *nível de atividades* e, conseqüentemente, o *nível de emprego* são determinados, em última instância, pelos empreendedores. São restritos pela capacidade de tomar o financiamento inicial dos bancos, dado o grau de endividamento. O ritmo de vendas e o grau de ociosidade da capacidade produtiva, além de inovações tecnológicas na produção ou em novos produtos, são também *determinantes de seus investimentos*.

Há cinco fases no *período da produção* na estilização do circuito monetário-financeiro:

1. as empresas decidem o nível e a composição da produção e obtém os créditos bancários demandados (financiamento inicial);
2. as famílias são remuneradas por seu emprego na produção;
3. os bens são produzidos;
4. as firmas e as famílias trocam (vendem ou compram) os bens finais;
5. chega o tempo do acerto das contas de débitos e de créditos.

Na última etapa, a do *pagamento dos empréstimos*, o financiamento é, geralmente, reembolsado ou amortizado. As

empresas têm, então, acesso a novos adiantamentos do sistema bancário, para colocar em marcha novo período de produção.

Pode surgir um *fundo rotativo* constituído de dívidas anteriormente não pagas, então, refinanciadas. O estoque de capital líquido é contrapartida da dívida global das empresas. O estoque de moeda creditícia existente depende da taxa pela qual ela é, correntemente, criada e destruída pela amortização dos empréstimos.

A *criação endógena dessa moeda* é a consequência da concessão de crédito bancário para a produção. É fruto da relação entre os bancos e os seus clientes, isto é, pelas “forças do mercado”, independentemente da intervenção do Banco Central.

É o chamado *crédito ex nihilo* [do nada], propiciado por bancos autorizados pela Autoridade Monetária a captarem recursos de terceiros. É essencial para a reprodução periódica do ciclo da produção e sua ampliação.

O *sistema de pagamentos monetários* é parte indissolúvel da economia de mercado pela criação de um *fluxo de crédito*, demandado pelas empresas.

Inicialmente, a moeda aparece sob a forma de um *fluxo*. Somente ao final do circuito estilizado a moeda volta a se constituir em *estoque*, ou seja, um saldo de depósitos à vista no passivo dos bancos.

A *massa monetária* é, principalmente, a soma através do tempo de saldos monetários não aplicados em juros pelas famílias. O estoque monetário assim medido indica também a porção de empréstimos bancários, cujas empresas tomadoras decidiram não reembolsar (amortizar) a fim de conservar uma liquidez imediatamente disponível.

A criação de crédito ou de moeda endógena não é arbitrária, isto é, como no caso do papel-moeda, dependente de autorização da Autoridade Monetária à Casa da Moeda. Ela responde às demandas das firmas, atendendo a critérios de rentabilidade e segurança estabelecidos pelas instituições financeiras.

A *criação do fluxo de crédito ou de moeda* é limitado. Ela é restrita pelos impulsos de gastos dos empreendedores e suas

percepções do nível da demanda efetiva. As modificações da taxa de juros podem modificar, marginalmente, esse estado de confiança dos empreendedores em lucros futuros.

A criação do crédito é também limitada pelas diversas regras convencionais estabelecidas bancos e impostas às empresas não-financeiras:

1. grau de endividamento tolerado,
2. taxas de crescimento dos empréstimos,
3. taxas de rentabilidade antecipadas,
4. taxa de rentabilidade histórica,
5. diversas taxas de liquidez, solvência, garantia, histórico de perda com clientes similares para avaliar risco de perda, etc.

O fato de a oferta de moeda ser *endógena* não significa, necessariamente, as empresas obterem todo o crédito desejado. Permanece certa faixa de demandantes de empréstimos insatisfeita.

Vista do lado dos banqueiros, compõe-se dos potenciais devedores, capazes ou não de responder às normas fixadas pelas convenções estabelecidas.

O sistema bancário não pode jamais criar crédito além do reclamado pelo sistema produtivo. Mas ele pode sempre criar menos.

Logo, não há oferta efetiva de moeda sem demanda, mas há demanda por moeda sem ser atendida. Produção de moeda é sob encomenda, isto se for atendida.

Quanto ao saldo monetário (*estoque de moeda*), sob o ponto de vista desse circuito monetário-financeiro em um sistema complexo, seu papel não é essencial. Acumular moeda sob forma de depósitos à vista, quando é uma decisão por parte de algumas famílias com *preferência pela liquidez*, em condições normais, não importa para o circuito monetário bancário.

Apenas em um período excepcional de "armadilha de liquidez", quando uma convenção de *preferência pela liquidez absoluta* é generalizada entre os agentes econômicos, os encaixes monetários

refletem um desequilíbrio entre as despesas (demanda agregada) e os produtos disponíveis (oferta agregada).

Nesse *caso anormal*, em situação de depressão profunda, não há decisões de gastos e de produção por parte das empresas não-financeiras. Daí, não há demanda de crédito e o circuito monetário se encolhe.

A quarta das ideias-chave da Teoria do Circuito Monetário, aplicada na análise da complexidade, diz respeito à ênfase colocada sobre a existência de *leis puramente macroeconômicas*. Há relações estruturais ou interconexões emergentes de modo independente dos comportamentos microeconômicos dos agentes.

A questão central, nessa análise, é verificar a complementação da circulação monetário-financeira na economia componente desse sistema complexo. É necessário verificar as condições nas quais as firmas podem ou não reembolsar os bancos, via amortização dos empréstimos.

As consequências dessa identidade, relacionada à *hipótese da moeda de crédito endógena*, são muito importantes. De início, constata-se os déficits financeiros das empresas poderem ser, exatamente, compensados por aqueles superávits das famílias, quer isso ocorra quando os mercados se esvaziarem de bens e serviços, quer ocorra pelo acúmulo involuntário de estoques não vendidos.

Isso depende da concessão de um novo financiamento inicial, porque a produção de qualquer bem requer um fluxo de crédito para a *alavancagem financeira*. Esse novo fluxo é criado pelos bancos, a partir da determinação da taxa de juros pelo sistema bancário, inclusive o Banco Central.

A Autoridade Monetária pode ou não levar em conta sua relação com o Tesouro Nacional, responsável pelo lançamento primário de títulos de dívida pública, carregados em operações compromissadas ou colocados em sua "carteira livre", mas principalmente por Fundos de Investimentos Financeiros, destino de muitas aplicações das Pessoas Físicas.

Estas carregam também *ações*. Em seus portfólios pode também ter *debêntures* (títulos de dívida direta das empresas não-financeiras) e *Letras Financeiras* (títulos de dívida bancárias).

Tomando essa *estilização do circuito monetário-financeiro* como fio-condutor da análise da complexidade brasileira, espelhada no sistema financeiro nacional, dimensiono em seguida as principais interconexões entre Pessoa Jurídica, Pessoa Física, e os maiores bancos em atividade no País. Minha preocupação maior será ponderar o peso de cada um desses principais nódulos das redes de relacionamentos entre múltiplos componentes.

Estudo IEDI, divulgado em junho de 2018, constatou com a recessão da economia brasileira, em especial da indústria, terem ganhado vulto *posturas defensivas das empresas*, como a alocação de recursos em ativos mais líquidos e de retorno mais rápido.

A participação da receita financeira em relação à receita total de empresas não-financeiras subiu de 4,2% em 2013 para 7,3% em 2015, um nível relativamente próximo daquele de 2009 (8,2%), quando a economia brasileira sofreu o impacto da crise financeira internacional.

O estudo registrou, a partir de 2014, os balanços das empresas industriais terem se fragilizado, porque uma maior parcela da receita corrente passou a ficar comprometida com o pagamento de despesas contratuais, como impostos e despesas financeiras.

A evolução deste indicador – uma *proxy* de fragilidade financeira – mostra, a partir de 2010, o excedente bruto da indústria tornar-se declinante em relação às despesas contratuais. Em 2015, o excedente bruto gerado na indústria não cobria os compromissos contratuais. Com isso, a taxa de investimento industrial declinou fortemente, uma tendência prolongada até 2017.

Em resumo, o período de 2007-2015 pouco beneficiou a indústria na direção de elevar seu potencial de agregação de valor em setores com uso mais intensivo de tecnologia. A estrutura industrial tornou-se mais concentrada em setores intensivos em recursos naturais.

Além disso, o crescimento dos salários não foi acompanhado de reduções correspondentes em outros custos e em aumento na produtividade. Daí registrou-se uma significativa perda de competitividade em setores industriais, exceto o intensivo em recursos naturais. *Não se pode responsabilizar a "financeirização" por essa mudança estrutural e esse declínio cíclico na indústria brasileira.*

Referente a esse contexto depressivo, o *Relatório de Inflação* do Banco Central do Brasil, divulgado em dezembro de 2017, apresenta box sob o título *Evolução Recente do Crédito no Segmento de Pessoas Jurídicas*. Nele diz o saldo total da carteira de crédito de pessoas jurídicas ter recuado R\$ 282 bilhões de dezembro de 2015 a outubro de 2017, com ênfase na contração de R\$ 156 bilhões no saldo das operações superiores a R\$ 50 milhões.

A redução na carteira de 36 tomadores – diversos deles pertencentes ao mesmo conglomerado empresarial – explica 80% dessa variação. Esta redução reflete o chamado *Efeito Lava-Jato* por ter penalizado as maiores empreiteiras de obras públicas do País.

Da mesma forma, a exemplo do observado de dezembro de 2014 a dezembro de 2015, os saldos das operações de crédito de R\$ 20 milhões a R\$ 50 milhões, de R\$ 1 milhão a R\$ 20 milhões e abaixo de R\$ 1 milhão recuaram no período de 2016 a 2017.

Os setores de atuação dos tomadores com reduções mais acentuadas de endividamento foram, conforme esperado, os mesmos onde ocorreram expansões mais expressivas no período analisado anteriormente. Então, para se entender *os nódulos principais da rede de interconexões da economia brasileira*, é necessário colocar o foco nas maiores empresas, concentradas nos ramos de petróleo (Petrobras), mineração (Vale), energia (Eletrobras), fabricação de papel (Suzano Papel e Celulose / Fibria) e abate (JBS). Veja o Apêndice Estatístico no fim deste livro com dados das 1000 maiores empresas.

Cabe ressaltar *o declínio na quantidade de tomadores*, cujos empréstimos representam 50% do total da carteira de crédito à Pessoa Jurídica. Eram cerca de 1.400 em dezembro de 2012. Reduziram-se para menos de 400 em outubro de 2017.

Outro aspecto relevante no contexto recente de financiamento das empresas é o *crescimento das captações junto ao mercado de capitais*, em parte influenciadas:

- (i) pela redução da taxa básica de juros,
- (ii) por alterações nos custos e na política de aprovação de crédito direcionado,
- (iii) por exigências para concessões de crédito junto ao Sistema Financeiro Nacional,
- (iv) pelo lento processo de retomada da atividade econômica, com melhora dos balanços das empresas.

Segundo dados da ANBIMA, ocorreram 258 emissões de debêntures no ano de 2017, totalizando R\$ 94,7 bilhões. Mais dados atualizados no Anexo Estatístico.

No *mercado externo*, a captação de recursos via emissão de títulos, contratação de empréstimos (setor não financeiro) e operações intercompanhias somou US\$ 98,4 bilhões em 2017, equivalentes a R\$ 315,3 bilhões, volume pouco abaixo dos observados nos dois anos anteriores. O ambiente externo favorável e a relativa estabilidade do câmbio foram fatores benignos para esse movimento.

No agregado, as captações de recursos por empresas nos mercados de capitais local e internacional mostraram-se insuficientes para compensar a redução do crédito do BNDES e alavancar o crescimento e o investimento em ritmo maior. Isso foi registrado pelos dados apresentados pelo Banco Central em boxe no *Relatório de Inflação* de junho de 2018.

Ao contrário do sugerido pela literatura sobre “financeirização”, as empresas não-financeiras atuam mais como tomadoras de empréstimos e emissoras de títulos de dívida direta (ações e debêntures) no mercado brasileiro em vez de como investidoras.

Como compararemos, no próximo tópico, com o caso de fundos, elas, consideradas em bloco, não são grandes investidoras. Como visto, também não são em ações, tanto em quantidade de

participantes no mercado quanto em participação percentual de compras e vendas.

Aqui no Brasil as grandes empresas também dependem dos bancos privados ou públicos. Além de atender à necessidade de empréstimos para capital de giro, elas adquirem capacidade de decisões de investimentos em concessões públicas com taxas de retorno alavancadas por juros subsidiados do BNDES.

Verificaremos, no próximo tópico, se as famílias se tornam cada vez mais envolvidas em operações de finanças. E, no seguinte, como os bancos adequam suas atividades para a mediação entre os mercados financeiros e de capitais e as transações com as famílias.

Disputa entre Fontes de Financiamento, Fundos, Debêntures e Ações

Os *big five* bancos de varejos ganham muito mais com resultado de intermediação financeira (RIF) se comparado às receitas de prestação de serviços (RPS), entre os quais, administração de recursos de terceiros em Fundos de Investimentos Financeiros (FIF) e em cartões de crédito, e às rendas de tarifas bancárias (RTB).

Grosso modo, antes da queda do crédito, RIF representava quase 2/3, RPS 1/4 e RTB quase 1/10 do total de receitas deles. Com a estagnação econômica, em setembro de 2019, passou a, respectivamente, 50%, 33% e 17%.

Se ganham mais com *spread em crédito*, por que não emprestam mais? Por conta de algo não muito compreendido até mesmo por meus colegas professores universitários: *a demanda dirige o crédito* – e não os ofertantes (“banqueiros”) criam a demanda como predominasse a Lei de Say no mercado de crédito.

Aliás, essa postulação teórica pré-keynesiana é falseada pela existência quase permanente de *desemprego involuntário* em economia de mercado. Sem demanda efetiva não há criação de empregos, assim como sem gastos em consumo e/ou projetos de investimento, resultantes em crescimento econômico, não há demanda por crédito.

Por isso, quando há desemprego por carência de gastos privados, devido às expectativas negativas quanto ao futuro incerto, como na atual realidade da economia brasileira, o gasto público necessita substituir o gasto privado. Aquele se dá não por expectativa de mercado, mas sim por política pública demandada pela sociedade.

É simples assim o beabá keynesiano, mas o czar da economia brasileira, um ex-banqueiro de negócios, o ignora... Apesar de "confessar ter lido a *Teoria Geral*, no original em inglês. por três vezes" – e não entendeu nada.

Não há oferta sem demanda por crédito. Esta, face às expectativas negativas, refuta as condições oferecidas.

Os juros de empréstimos são precificados de acordo com o *risco de perda*. Este é estimado pela avaliação do perfil de risco com clientes em determinados produtos, cujas inadimplências estão registradas em bancos de dados.

O problema da economia brasileira é a escassez de capital ou a carência de *funding* (componentes do passivo bancário)?

Não é, absolutamente, pois, em novembro de 2019, antes do ano da pandemia, o crédito ampliado ao setor não financeiro totalizou R\$ 10,2 trilhões (141,6% do PIB). Na comparação interanual, cresceu 10%, resultado de expansões de 13,8% nos títulos de dívida, de 8,9% na dívida externa e de 6,4% nos empréstimos e financiamentos.

O *crédito ampliado a empresas e famílias* somou R\$ 5,7 trilhões (79% do PIB), com aumentos de 9,8% em doze meses. Destaque para captações em títulos de empresas, notadamente *debêntures*, cujo saldo expandiu-se 31,4% na comparação interanual. O *crédito ampliado ao governo geral* somou R\$ 4,5 trilhões (62% do PIB).

Títulos privados emitidos no mercado doméstico (*debêntures* e notas comerciais) eram apenas 5% do total e securitizados (CRI, CRA, FIDC), 3%. Títulos públicos eram 35%. O estoque de captações externas representava 21%, enquanto os financiamentos, concedidos pelo SFN e por outras entidades, eram ainda maiores: 36% do total.

No *crédito ampliado ao setor não financeiro*, o dirigido ao governo geral se distribuía nas seguintes proporções. Títulos da

dívida pública mobiliária federal interna fora da carteira do Banco Central do Brasil, inclusive a dívida securitizada: R\$ 3,6 trilhões ou 80%. Exclui os títulos detidos por não residentes, componentes da dívida externa.

Dentro desta, os títulos de dívida pública emitidos no mercado doméstico e detidos por não residentes, denominados e liquidados em reais, representavam a maior parcela (9%) dos 17% da dívida externa do governo geral. Este tinha apenas 3% de seu crédito ampliado em empréstimos e financiamentos do sistema financeiro nacional.

Pergunta decorrente, para diagnóstico dos problemas cruciais da economia brasileira, é: quem são os detentores dos títulos da dívida pública? Há problema, de fato, nessa área tão privilegiada pela equipe econômica neoliberal?

Primeiro, os detentores dos títulos de dívida pública segundo a ANBIMA se alteraram em uma proporção bem nítida: *a das instituições financeiras*. Detinham 31% em 2010 e passaram a deter 24% em novembro de 2019. “Governo” também caiu de 10% para 4%. A parcela relativa dos Fundos de Investimento permaneceu a mesma (26%), assim como a de não residentes (11%) e a de seguradoras (4%). Então, aquelas quedas foram substituídas pela *elevação da participação de Previdência*, incluindo fundos de pensão abertos e fechados, de 14% para 25%, além de “outros” de 4% para 6%.

Isso foi antes do ano da pandemia. Depois, confira em tabela colada no tópico “Administração de Recursos de Terceiros em Fundos” do capítulo anterior.

Em síntese, os trabalhadores de renda acima do teto do INSS investiram indiretamente, através de gestores de fundos de pensão abertos e fechados, mais em títulos de dívida pública.

Alterou o “risco de fuga de investidores” do carregamento da dívida pública por sua elevação ao longo dessa década? Os dados não registram essa *catilinária neoliberal*, usada e abusada na fase do golpismo e, recentemente, pelos aliados à extrema-direita.

Os FIFs, cujos investidores PF têm em geral Ensino Superior, investem sua maior parcela em *risco soberano*. Como se distribui o patrimônio líquido dos Fundos por ativo?

Em novembro de 2019, segundo a ANBIMA, a metade estava aplicada em títulos de dívida pública federais e 19% em operações compromissadas com lastro nesses títulos, ou seja, 69%. Antes, no fim do primeiro mandato de Lula em 2006, eram, respectivamente, 55% e 9%, somando menos cinco pontos percentuais: 64%.

Curiosamente, os únicos ativos privados com alguma expressão eram, em 2006, os CDB/RDB com 10% e as ações com 15%. Debêntures (chamados "créditos privados") tinham a mesma parcela de 5% carregada também em 2019. Mas os depósitos a prazo caíram para apenas 1% e as ações para 13%.

Com a queda do crédito deixou de haver a necessidade dos FIF "encarteirarem" o *funding*. Também antes da pandemia, as sociedades abertas não aumentaram o capital com emissões de ações (*follow-on* ou oferta subsequente de ações) para elevação da *razão da alavancagem financeira*.

Então, esses onze pontos percentuais a menos em títulos privados foram substituídos pelas *operações compromissadas* com lastro em títulos de dívida pública. Logo, os gestores optaram pela segurança do risco soberano com liquidez face ao tempo sombrio (ou obscuro), vivenciado no governo do capitão desqualificado. *Neoliberais no discurso, mas desenvolvimentistas na prudência, né?*

Quanto ao patrimônio líquido por classe de FIF, a diferença marcante entre o início (2006) da série temporal e o fim (2019) foi a queda da participação da renda fixa de 54% para 39% em contrapartida do crescimento da Previdência de 8% para 17%, FIDC de 2% para 4%, FIP de 0% para 5%, FII de 0% para 2%, ETF de 0% para 1%.

Os Fundos de Ações e os Multimercados continuaram com participações estáveis, respectivamente, 9% e 22%. Investidores passaram a se preocupar mais com a Previdência Complementar.

Quando se verificava as participações dos diversos segmentos de investidor no total do patrimônio líquido de todos os fundos (R\$

5,377 trilhões), destacavam-se os ligados a essa Previdência: EFPC de empresas públicas com 5% e de empresas privadas com 7%, EAPC (VGBL/PGBL) com 17% e RPPS (Regime Próprio de Previdência Social) com 3%. Somavam quase 1/3 do total.

O bloco corporativo (Seguradora, Capitalização, *Corporate, Middle Market*) somava 14%. Era inferior ao bloco de Pessoa Física (*Private* com 16%, Varejo de Alta Renda com 8%, Varejo Tradicional com 6%) com 30%. O restante somava 26%.

Existiam 18.991 Fundos, sendo 59% FIF e 41% FIFC (em cotas). Metade deles compunham as diversas carteiras dos Multimercados. Pela gestão ativa cobravam maiores Taxas de Administração se comparadas com os de gestão passiva acompanhando *benchmark*.

O número de contas (FI+FIC) atingia 19 milhões, sendo 9,5 milhões (50%) de Renda Fixa, 27% de Ações, 11% de Multimercados, 3% de Previdência (586.197), e 7% FII (Fundos de Investimentos Imobiliários). Existiam 573,6 mil cotistas de FII's na B3.

O saldo de recursos investidos em Fundos Imobiliários atingiu R\$ 100,2 bilhões, em novembro de 2019, crescimento de 31% em relação ao mesmo período de 2018. Equivalia a 2% do total dos Fundos de Investimento.

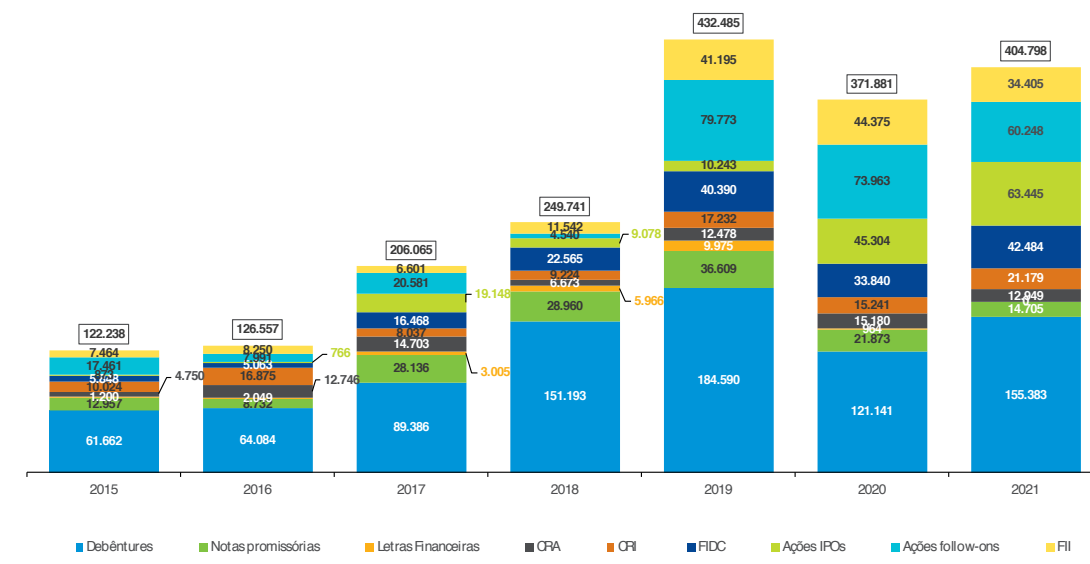
Data	Estoque de títulos bancários (R\$ milhões)						Debêntures			Relação
	CDB	Letras financeiras	LCA	LCI	Outros	Total	Leasing	Corporativas	Total	Debêntures/ Títulos Bancários
2011	753.394	148.513	26.690	46.832	30.299	1.005.727	252.890	140.911	393.801	39%
2012	649.520	236.182	58.544	62.360	31.833	1.038.438	309.701	197.946	507.646	49%
2013	640.635	336.866	118.898	96.599	30.220	1.223.218	356.551	222.899	579.450	47%
2014	539.770	355.585	148.681	160.055	27.437	1.231.528	416.386	254.878	671.263	55%
2015	535.222	434.861	193.123	204.229	21.743	1.389.178	479.569	259.688	739.257	53%
2016	595.861	429.679	188.673	201.813	17.202	1.433.227	529.843	252.246	782.089	55%
2017	710.644	385.098	148.363	183.302	12.340	1.439.746	469.732	278.129	747.860	52%
2018	873.794	302.171	148.560	156.555	43.209	1.524.288	230.118	345.666	575.784	38%
2019	948.280	357.002	153.371	141.832	85.336	1.685.821	200.753	458.961	659.714	39%

Fonte: B3 / ANBIMA (elaboração Fernando Nogueira da Costa)

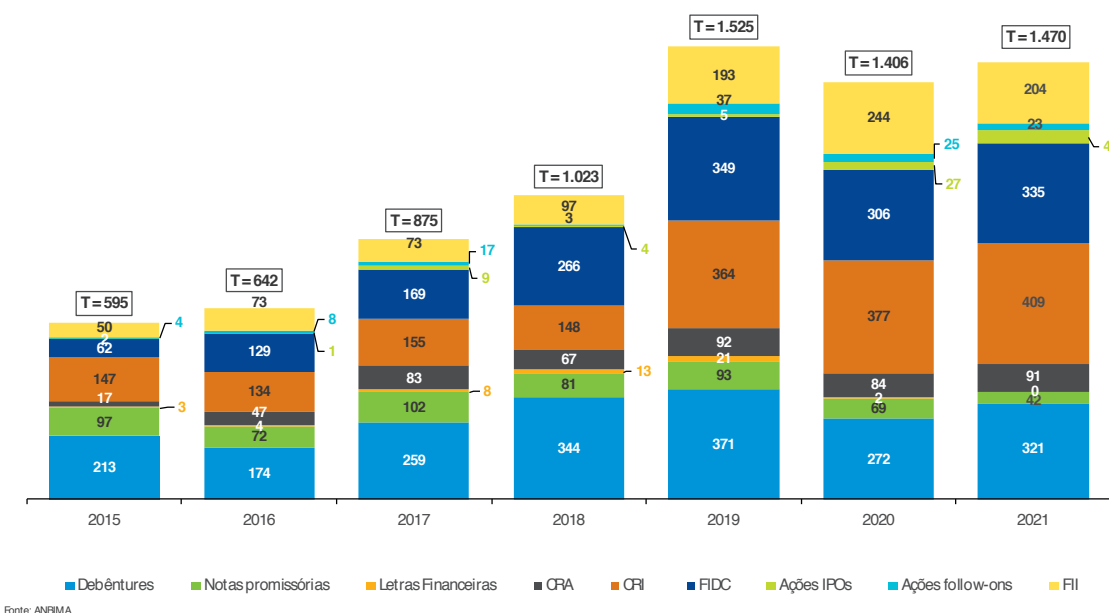
Quando se trabalha com fatos e dados, em lugar de opinar com base em ideologia, verifica-se a *mitificação da ocupação do espaço do mercado bancário por parte do mercado de capitais*. No caso da tabela acima, percebe-se um ciclo de ascensão e queda de debêntures.

Seu auge ocorreu nos anos quando a taxa de juro básica foi abaixada de um patamar absurdamente elevado (14,25% durante 15 meses) com atraso em relação à queda da taxa de inflação. Nesse período, explodiu o *grau de endividamento das grandes empresas não-financeiras*.

Emissões Domésticas - Renda Fixa, Renda Variável e Híbridos
Volume (R\$ milhões)



Emissões Domésticas - Renda Fixa, Renda Variável e Híbridos
Número de Operações



Obs.: dados até 3º. Trimestre de 2021.

Cartão de Crédito contra Poupança

Poupança era um conceito jogado na “lata-de-lixo” da História do Pensamento Econômico por pós-keynesianos. Achávamos ela ser apenas uma variável residual, em fim-de-período, quando é deduzida pela diferença entre o fluxo de renda e o fluxo de consumo. Porém, revi meu conceito no ano do pandemônio da pandemia.

Por apenas ser um registro contábil *ex-post* nas Contas Nacionais – e não ser objeto direto de decisões dos agentes econômicos –, o foco nestas deixava a cada qual a opção entre gastar com o fluxo de renda recebido e transformado em saldo monetário ou investir em ativos financeiros. Se o estoque de riqueza líquida, em seu portfólio, não fosse suficiente, ele poderia tomar crédito. Portanto, este seria o relevante.

A visão pré-keynesiana é adotada pela Escola Austríaca dos ultraliberais Ludwig Von Mises e Friedrich Hayek, críticos extremistas do intervencionismo estatal. Tem adeptos na Secretaria de Política Econômica do ministro da Economia, um Chicago Boy.

Sua Escola Monetarista foi formuladora da política econômica privatizante da ditadura do general Augusto Pinochet no Chile entre 1973 e 1990. Seria seu “sonho de consumo” implantar a privatização selvagem e sanguinolenta de lá, inclusive com o regime de capitalização para toda a Previdência, aqui...

Nessa concepção, para a permanência de um equilíbrio estável em uma economia de mercado, o papel dos bancos seria restrito a canalizar a poupança pré-existente (*ex-ante*) para o investimento. Atuando como intermediários financeiros neutros, de acordo com a Lei de Say, a oferta criaria sua própria demanda, impossibilitando uma crise geral de superprodução. Não sendo gasta, a renda sobrando seria direcionada a investimento.

Então, se alguém enxergar desemprego e capacidade produtiva ociosa, durante uma Grande Depressão ou uma estagnação econômica, isto seria pressuposto ser “ilusão de ótica”. Nas condições de economia monetária de produção, contudo, a intermediação da moeda, passível de ser aplicada, cria a possibilidade de adiamento das decisões individuais de compra e interrompe as vendas.

Essa ruptura causa uma retração da demanda agregada, podendo resultar em Grande Depressão econômica, tal como ocorreu na economia brasileira no ano 2020. Há, nesse caso, uma potencial oferta agregada com capacidade produtiva não utilizada. Ficam máquinas ociosas e trabalhadores desempregados por deficiência de demanda efetiva.

Os ultraliberais afirmam tudo isso – milhões de desempregados e excesso de liquidez nos bancos – ser mera *questão de preços relativos*. Mas, de início, a depressão foi deflacionária – e não corrigiu o problema.

Ora, por precaução, os consumidores adiaram o consumo, para aguardar preços menores no futuro. Enquanto isso não ocorria, foram investindo em reservas financeiras, capitalizando-as em lugar dos juros baixíssimos.

Economistas ultraliberais abominam a concessão de crédito. Devedores não poderiam antecipar a futura capacidade de pagamento. Se a Lei de Say fosse imperativa, o *capitalismo sem alavancagem financeira* não teria chegado nem à revolução industrial...

Para os herdeiros intelectuais dos citados austríacos, os empreendedores necessitam produzir e vender bens de modo sua renda exceder a própria necessidade de consumo. Desse modo, acumulam a poupança a ser utilizada no financiamento do investimento.

Se não for realizado esse autofinanciamento com capital próprio, o financiamento com recursos de terceiros para ampliação da capacidade produtiva será especulativo. Daí a demanda efetiva (e não a potencial) só será revelada quando o produto chegar ao mercado – e a “soberania dos consumidores” se manifestar.

Uma “superprodução” ou um “excesso de oferta” na economia de livre mercado jamais ocorreria a não ser por mau apereçamento dos bens e serviços. Consequentemente, não seria possível haver uma “deficiência na demanda agregada”, foco da teoria keynesiana.

Quando alguém não consegue vender o produzido, para a Escola Austríaca, isso não caracteriza uma “deficiência da demanda”

como diagnosticam os keynesianos. Caracteriza apenas uma falha no apreçamento da produção por parte dos ofertantes.

Esse tipo de erro dos empreendedores, se for coletivo, para os ultraliberais logicamente seria culpa do governo. Este teria adotado uma política de crédito público, farto e barato, o qual geraria um ilusório aumento temporário da demanda dos consumidores.

Um consumo maior, causado por mero endividamento, e não por um aumento genuíno do trabalho/produção e da renda, teria enganado os empreendedores.

Estes passariam a crer na continuidade da demanda inflada “artificialmente” pelo crédito. Com isso, cobrariam preços maiores. Mas quando essa expansão do crédito fosse interrompida pelo esgotamento da capacidade de endividamento, de acordo com o comprometimento da renda recebida, todo o cenário otimista revelaria ser artificial.

Esse *diagnóstico ultraliberal da recessão* é bastante diferente do keynesiano. Este enfatiza a redução da demanda efetiva em decorrência de expectativas pessimistas dos empreendedores para efetuar novos gastos em investimentos.

Gastos governamentais substituiriam gastos privados, para solucionar o impasse, mesmo com maior endividamento público. Também a política de crédito público subsidiado propiciaria uma taxa de retorno alavancada ao setor privado.

Economia sem crédito, concedido além da poupança, perde dinamismo. Fica estagnada.

O *Chicago Old* e seus prepostos desconhecem “o beabá da cartilha keynesiana”, conhecimento obrigatório para qualquer economista digno de boa reputação profissional. Não é o caso.

Pior, brigam contra os números, isto é, a estatística oficial. E comemoram o desmanche de os bancos públicos federais abrir espaço para os bancos privados, seja nacional, seja estrangeiro, alocar capital sob critério de mercado (lucro) – e não direcionar crédito para setores prioritários, escolhidos por tecnocratas. No caso, seriam eles mesmos...

Mesmo com a omissão ou a inação deles, a equipe do Banco Central do Brasil agiu corretamente com programas emergenciais de crédito bancário, em 2020, aprovados pela pressão da oposição no Congresso Nacional. Vamos aos números.

No *crédito ampliado ao setor não-financeiro*, sua relação com o PIB cresceu de 138% no fim de 2019 para 160% no fim de 2020. Até agosto do ano 2021 já caiu para 156%, devido ao crescimento maior do PIB nominal por conta da elevação da taxa de inflação.

O *crédito ampliado* tem os seguintes componentes:

1. empréstimos e financiamentos (35%),
2. títulos de dívida pública (37%),
3. títulos de dívida privada (5%),
4. títulos de dívida securitizados (3%), e
5. dívida externa (20%).

Só o crédito do sistema financeiro obteve, em 2020, aumento de 47% para 54% do PIB, reencontrando o pico obtido em 2015, antes do golpe. Provou-se, outra vez, o sistema bancário brasileiro reagir prontamente a uma *política de crédito*.

E qual foi o *funding* (estrutura de passivos) gerado como lastro para esse significativo aumento anual de 7 p.p. de PIB?

Em *Notas para Imprensa do Banco Central* é possível verificar os Haveres Financeiros (M4) terem se elevado de 98% do PIB no fim de 2019 para 113% no fim de 2020 e caído para 109% em agosto de 2021.

O *Relatório de Estabilidade Financeira*, lançado em outubro de 2021 pelo Banco Central, propicia informações a respeito da evolução dos passivos do crédito com o *perfil de captação por instrumento*.

Os depósitos a prazo eram 15% do total em junho de 2016. Cinco anos depois, atingiu 29%. Depósitos de poupança eram 17% e elevaram-se para 20%. Captações externas por empresas não-financeiras, após terem se elevado de 11% até atingir 14% em junho de 2020, já caíram para 12% em junho do ano corrente.

Empréstimos e repasses diminuíram de 12% para 10% no período jun16-jun21. Todos os nove demais instrumentos de captações são menos influentes, alcançando cada um no máximo 6%.

Inédita também é a divulgação do *perfil da captação por tipo de investidor*. No período citado, PF gira em torno de 40%, PJ se eleva de 22% para 30%, sendo 4 p.p. em 2020, investidores institucionais caem de 12% para 6%, setor público de 14% para 12%, não-residentes oscilam entre 10% e 14%, ficando em 12% em junho de 2021, e, enfim, instituições financeiras completam o *funding* com estável 2%.

Muito relevante é entender o papel-chave dos cartões de crédito, apesar do custo do crédito rotativo (juro de 336% aa) ser proibitivo para não se deixar de pagar na "data de aniversário". Por isso mesmo, tem de saber usá-lo como instrumento de pagamento à vista com "período de graça", ou seja, em compras de curto prazo sem incidência de juros, parceladas ou não.

O chamado *parcelado* inclui compras parceladas com juros (156% aa), parcelamento de fatura de cartão de crédito, parcelamento migrado do rotativo, saques parcelados e pagamento de contas parceladas.

Nos saldos de empréstimos por modalidade para Pessoas Físicas, cartão representa menos de ¼ do crédito com recursos livres, sendo à vista 18%, parcelado 2% e rotativo 3%. Em contrapartida, nas concessões mensais, cartão representa 69% do total!

Mais da metade (57%) refere-se *à vista*, 3% a *parcelado* e 9% *rotativo*. Usa-se e abusa-se dos cartões de crédito em situações emergenciais com falta papel-moeda na carteira.

No fim de 2019, as concessões com cartões de crédito no mês de dezembro foram R\$ 129 bilhões. Em abril de 2020, o *crash* de março baixou-as a R\$ 86 bilhões. Em agosto de 2021, já atingiram R\$ 136 bilhões. *Cartões de crédito contrariam fazer poupança*.

O crédito às pessoas físicas manteve tendência de crescimento no primeiro semestre de 2021. Houve relevante crescimento em praticamente todas as modalidades, com as maiores taxas anuais ocorrendo no cartão de crédito e no crédito não consignado (tabela

abaixo), os quais tiveram queda no período de distanciamento social da pandemia. Eles voltaram a crescer com a volta ao contato presencial, favorável às compras por impulso emocional em lojas comerciais e avesso à necessidade de parcimônia.

Por serem ambos relacionados ao *consumismo*, aumentam o risco de inadimplência. As concessões de *crédito imobiliário* também mantêm patamar elevado, após forte crescimento desde o início da pandemia. Observa-se, no caso do *financiamento de veículos*, principalmente de automóveis usados, alongamento de prazos e de LTV (*Loan-to-Value*), ou seja, da relação entre o empréstimo e o valor do ativo adquirido.

Modalidade	Carteira Ativa (% de saldos)			Variação Anual (% a.a.)			Concessões Mensais (em %)		
	dez/19	dez/20	jun/21	dez/19	dez/20	jun/21	dez/19	dez/20	jun/21
Consignado	19%	19%	20%	13,9	14,8	19,8	12%	11%	11%
Não consignado	6%	6%	7%	19,7	13,4	30,7	6%	6%	6%
Veículos	10%	10%	10%	19,4	8,4	12,6	6%	7%	6%
Habitacional	32%	32%	32%	6,2	11,4	14,3	5%	7%	7%
Cartão de crédito	14%	13%	13%	18,8	3,3	29,8	66%	63%	64%
Rural e agroindustrial	13%	13%	13%	8,1	12	19,9	5%	5%	6%
Outros créditos	6%	7%	6%	10,2	16,2	4,8	0	0	0
Total	100%	100%	100%	11,8	11,1	18,1	100%	100%	100%

Fonte: Relatório de Estabilidade Financeira out2021 - BCB (elaboração de Fernando Nogueira da Costa)

Obs.: % diferentes das Séries Temporais do Banco Central do Brasil (citados). Aqui são clientes identif. no SCR.

Ao longo dos últimos dois anos, o saldo de crédito das PFs cresceu 27,5%, alcançando o valor de R\$ 2,4 trilhões em junho de 2021. O BCB destaca dois grupos:

1. a totalidade dos tomadores de crédito, em cada mês, e
2. um grupo de tomadores, chamados de *constantes*, com dívidas ativas no SCR de forma ininterrupta entre junho de 2019 e junho de 2021.

Essa amostra de *clientes constantes* é bastante representativa em termos de carteira ativa ao longo do tempo, com participação de, no mínimo, 92,4% do valor total. Ao mesmo tempo, esse conjunto de clientes totaliza 58,3 milhões de indivíduos, representando quase 67% da quantidade total de CPFs devedores em junho de 2021.

A dúvida é se o Banco Central deveria ou não *contabilizar como crédito os gastos com cartão eletrônico*, pouco utilizados como crédito rotativo, mas principalmente como meio de pagamento em compras de curto prazo quase à vista. Inflam a estatística de

concessões mensais. Mas a grande maioria dessas dívidas de cartão não representam permanente comprometimento de renda. Ou não?

Revi meus conceitos no “laboratório de 2020”: em situações excepcionais de Grande Depressão, com *afrouxamento monetário* (juro baixo), *não há preferência pela liquidez, mas sim preferência pela poupança*. O planejamento financeiro, ao não usar cartão de crédito, visa a poupança substituir os rendimentos de “juro quase zero”.

Capítulo 5. Regulação da Razão de Alavancagem

Introdução

Instrumento Híbrido de Capital e Dívida (IHCD) é um valor representado por diferentes tipos de títulos ou contratos, emitidos para captação de empréstimos em longo prazo, capazes de serem contabilizados como “quase-capital” de uma instituição financeira. Aumentam o grau de capitalização e os níveis de alavancagem financeira da instituição.

Instrumentos híbridos são instrumentos financeiros possuidores, ao mesmo tempo, de características de dívida e de capital próprio. São capazes de pagarem um retorno estável e garantido, durante um determinado período, possuindo depois a faculdade ou a obrigação de serem convertidos em ações, em outro período.

A qualificação também se aplica àqueles instrumentos cujo retorno é em parte fixo e em parte dependente da performance financeira, isto é, lucro da entidade financiada.

Um instrumento híbrido tenderá a ficar entre o custo da dívida e a remuneração do capital próprio na perspectiva da empresa. Por exemplo, as obrigações convertíveis, pelo potencial de *upside* representado pela conversão, pagam geralmente cupons mais baixos em relação às obrigações sem essa capacidade. Representam, assim, um financiamento mais barato para a empresa.

A Resolução nº 2837 do Banco Central do Brasil, assinada em 30 de maio de 2001 por seu presidente, Armínio Fraga Neto, define o Patrimônio de Referência das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central.

Seu Art. 1º define como Patrimônio de Referência (PR), para fins de apuração dos limites operacionais, o somatório dos níveis a seguir discriminados:

I - Nível I: representadas pelo Patrimônio Líquido, acrescido do saldo das contas de resultado credoras, e deduzido do saldo das

contas de resultado devedoras, excluídas as reservas de reavaliação, as reservas para contingências e as reservas especiais de lucros relativas a dividendos obrigatórios não distribuídos e deduzidos os valores referentes a ações preferenciais cumulativas e a ações preferenciais resgatáveis;

II - Nível II: representado pelas reservas de reavaliação, reservas para contingências, reservas especiais de lucros relativas a dividendos obrigatórios não distribuídos, ações preferenciais cumulativas, ações preferenciais resgatáveis, dívidas subordinadas e Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD).

Destaco duas ressalvas no primeiro parágrafo deste artigo, entre outras, todas referentes aos IHCD referidos no inciso II deste artigo:

IV - Não podem prever prazo de vencimento;

V - Não podem ser resgatados por iniciativa do credor.

Por exigência do Tesouro Nacional, dividendos pagos pela CAIXA, no período 2003-2016, representou 2/3 do lucro total obtido: eles compuseram as receitas primárias da União e permitiram o cumprimento das metas de superávit primário.

Em contrapartida, os índices de capital da Caixa se enfraqueciam naquele período. Colaborei, em 2007, com uma *engenharia financeira* para os recompor. Em troca de “empréstimos perpétuos” a Caixa compraria títulos de dívida pública, emitidos pelo seu controlador: o Tesouro Nacional.

Pelas normas de apuração dos dados fiscais, essas operações de empréstimos não eram consideradas despesas primárias, portanto, ficaram fora da apuração do *resultado primário*, não provocando déficit governamental. Por sua vez, *empréstimos perpétuos* exigem remuneração com juros, mas não podem prever prazo de vencimento, nem podem ser resgatados por iniciativa do credor.

Além dos *juros recebidos*, com os quais remunerava os títulos de dívida pública adquiridos pela Tesouraria da Caixa, o Tesouro Nacional obteve receitas primárias com *dividendos*. A capitalização com IHCD permitiu a *alavancagem financeira* da Caixa, ou seja, a

elevação de sua rentabilidade patrimonial pela maior escala dos empréstimos e lucros obtidos.

Legalmente, essas operações de troca entre fluxos e estoque não podem ser estigmatizadas como “pedaladas” ou “contabilidade criativa”, simplesmente, por o aumento do endividamento público ter sido possibilitado com a emissão de títulos. Muito antes pelo contrário, entre outras missões sociais, permitiu à Caixa o financiamento do maior programa habitacional da história econômica brasileira: o Minha Casa Minha Vida.

Avaliação de Risco da Bancarrota

Bancarrota é quebra, falência ou insolvência, acompanhada ou não de culpa ou fraude do devedor. *Falência* é uma situação jurídica decorrente de uma sentença proferida por um magistrado, quando uma empresa ou sociedade comercial se omite quanto ao cumprimento de determinada obrigação patrimonial e, então, tem seus bens alienados para satisfazer seus credores.

Na metodologia proposta pelos acordos de Basiléia, o risco de um banco é medido pelos seus *Ativos Ponderados pelos Riscos* (RWA na sigla em inglês de *Risk-Weighted Asset*). São aplicados Fatores de Ponderação de Riscos (FPRs), pré-determinados pelo Banco Central de cada país, sobre o total de cada tipo de ativo possuído pelo banco.

Referem-se a cada tipo de risco exposto ao banco: Crédito, Mercado, Operacional e Liquidez. A soma destes riscos compõe o RWA do banco.

Em contrapartida, os bancos precisam manter um *capital mínimo* para cobrir as perdas eventuais trazidas por esses ativos. No Acordo de Basiléia II, o mínimo recomendado pelo BCBS era de 8% do RWA.

Este valor era composto pelos seguintes capitais:

- a) *Capital de Nível I*: capital de melhor qualidade do banco, composto pelo capital social, lucros retidos e reservas, e
- b) *Capital de Nível II*: composto por dívidas subordinadas e Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida.

Depois de aderir às regulamentações de Basiléia, em 1994, o Banco Central do Brasil, em 1997, em contexto de crise bancária causada pelo fim do ganho inflacionário com *float*, optou por uma posição mais conservadora em relação ao índice mínimo de Basiléia. Aumentou o capital mínimo requerido de 8% para 11% do RWA, ou seja, 3 pontos percentuais acima do mínimo recomendado pelo BCBS.

O Acordo de Basiléia III trouxe uma nova proposta de composição de capital para o contexto mundial, com um aumento final de 5 pontos percentuais no índice mínimo total. Assim, o patrimônio de referência passou, gradual e anualmente, de 8% para 13% do RWA, distribuídos entre os capitais de nível I e nível II.

O *capital de nível I* é composto pelas parcelas de *capital principal* (igual ao capital de nível I citado), *capital adicional* (composto por Instrumentos Híbridos de Capital e Dívidas – os contingentes conversíveis) e de um *montante complementar* às exigências mínimas regulatórias.

Esse *montante complementar* deverá ser composto de elementos aceitos no capital principal e com poder de absorção de perdas, acumulados durante os períodos favoráveis dos ciclos econômicos para serem utilizados em momentos de estresse. O sistema bancário necessita se acautelar em todo o *ciclo de endividamento*: alavancagem - bolha - auge - depressão - desalavancagem - inoperância da política monetária de juros baixos - normalização.

O *capital de nível II* é composto por elementos capazes de absorver perdas no caso de inviabilidade de funcionamento da instituição. Referem-se às *dívidas subordinadas*.

A atividade bancária é intensamente regulada e supervisionada. Entre os instrumentos de política prudencial encontram-se, de um lado, o Acordo de Basiléia, ao utilizar o requerimento de capital próprio, de outro, as emissões de dívidas de diversos graus de subordinação.

No Brasil, as novas regras foram implantadas gradativamente ao longo de um cronograma de seis anos (2014 a 2019), para os bancos se adequarem aos novos requisitos. O cronograma para a soma de Patrimônio de Referência e Adicional do Capital Principal

ficou para ser implementada de maneira gradual: 2014 e 2015 (11%), 2016 (11,125%), 2017 (11,375%), 2018 (12,375%) e 2019 (13%).

Porém, esse Adicional (ex-IHCD) foi 0% nos dois primeiros anos e depois se elevou, anualmente, para 0,625%, 1,25%, 1,875% e 2,5%. Em 2019, somados os 10,5% do PR e os 2,5% do Adicional do Capital Principal chegaria aos 13% aplicados sobre o RWA do banco por parcela componente.

Contingente Conversível (IHCD) sob a Ótica de Basiléia III

Chamado de Acordo de Basiléia III, surgiram novas recomendações para a estrutura de capital bancária a fim de torná-la mais efetiva na absorção de perdas em caso de dificuldades financeiras. Além disso, buscava transferir, a princípio, todo o ônus de recuperação do banco para os investidores em suas ações e proprietários, tentando evitar essa responsabilidade recair sobre o governo e, conseqüentemente, sobre a sociedade.

Este Acordo de Basiléia III traz para a estrutura de capital um novo Instrumento Híbrido de Capital e Dívida, o *contingente conversível* (*Contigent Convertible* ou CoCos – contingentes conversíveis na sigla em inglês).

O *contingente conversível* é constituído por dívidas subordinadas, obrigatoriamente perpétuas, entre outras particularidades. Suas principais características são a razão e o gatilho de conversão de seu principal em ações do banco, caso este venha a sofrer dificuldades financeiras.

Assim, *antes da conversão*, o contingente conversível se comporta como uma dívida subordinada comum, pagando um cupom de juros periódico, porém em seu contrato é definido um gatilho de conversão da dívida. Este pode ser uma medida contábil ou um indicador pelo valor de mercado das ações do banco, entre outras metodologias.

Também é definida a *razão de conversão*, quando o banco entra em dificuldades financeiras e toca a barreira mínima definida no contrato, o gatilho é disparado. Daí parte ou todo o valor do principal se transforma automaticamente em *capital* do banco.

O acionista, por sua vez, recebe o principal em ações do banco. Existem casos onde o contrato especifica a conversão ser somente para o banco, ou seja, a dívida é convertida em capital para o banco e é extinta para o investidor.

A grande vantagem dos *contingentes conversíveis* é a “recapitalização” automática com baixo custo. Porém, o contrato ou a regulamentação definidora do contingente conversível e, principalmente, suas cláusulas de conversão estejam muito bem definidas, a fim de mitigar os *problemas de risco mora*, trazidos por eles.

Por exemplo, suponha um banco público, considerado “*too big too fail*”. Se ele conta com a “garantia” governamental implícita, se a barreira de conversão de seus contingentes conversíveis não for muito bem definida, ele terá incentivos para aumentar seus riscos a fim de aumentar seu retorno?

Não, se cumprir sua *missão social* – por exemplo, financiamento de habitações populares –, cujo risco é muito bem avaliado. Há relativamente baixa inadimplência em contratos do SFI, cujos colaterais são a própria residência financiada.

Os instrumentos de dívida (*contingentes conversíveis e dívidas subordinadas*) possuem um limite máximo de participação dentro de cada parcela de capital:

- a) Contingentes conversíveis no capital adicional de nível I: até 15% do total de nível I, e
- b) Dívidas subordinadas: até 50% do total de nível I.

Para o Brasil, o índice mínimo de capital regulatório já estava enquadrado na nova recomendação de 11% do RWA. Observando dados históricos, extraídos do *Relatório Top 50* do Banco Central do Brasil (BACEN), Karina Cyganczuk afirma: “na média os bancos brasileiros sempre mantiveram um índice de Basiléia entre 4 e 5 pontos percentuais acima do mínimo requerido”.

Um destaque no Brasil era apenas os dois maiores bancos comerciais públicos possuem *contingentes conversíveis*, além de *dívidas subordinadas*, em suas estruturas de capital: o Banco do Brasil e a Caixa.

A combinação de aversão crescente e aumento da exposição ao risco explicam a maior parte do *capital em excesso*. Os órgãos reguladores distorcem os incentivos dos bancos, limitando sua alavancagem, mas os próprios bancos passam a elevar e manter o excesso de capital, a princípio por ter em vista se proteger de riscos.

Pelas regras de Basileia I, os mínimos regulatórios internacionais eram de 4% de nível I e 8% no total, mas a própria supervisão bancária especificava os bancos com nível I acima de 5% e nível II acima de 10% serem considerados "bem capitalizados".

Assim, indiretamente, havia um incentivo governamental para manter *excesso de capital*. Supostamente, essa manutenção acima de um percentual específico garantia a boa capitalização do banco.

Existem custos altos para levantar capital emergencial frente a uma corrida bancária. Logo, há o risco de dificuldades financeiras, determinadas pela exposição ao risco, alavancagem, restrições regulatórias versus alocação de capital, tamanho e retorno dos bancos.

Um *excesso de capital* deve ser mantido para cobrir eventuais restrições financeiras. O ajuste do capital deve ser feito em uma velocidade tal de modo a considerar os custos de manutenção de excesso de capital, custos de regulamentação e custo de levantamento de capital.

Antes da crise de 2008, não existia a preocupação com a *qualidade do capital levantado*. Em súbita crise sistêmica, quem investirá em banco ameaçado de corrida bancária por parte de seus depositantes?

O *excesso de capital* é espécie de *hedging* contra a violação de capital mínimo. Em um mundo de capital regulatório mínimo determinado por Basileia, a otimização da estrutura de capital se refere à otimização do excesso de capital mantido pelo banco.

Um modelo idealizado de maximização do valor do banco o torna livre de liquidez bancária, imperfeições nas operações de captação e perda de valor por violação do mínimo regulatório. Se ele se depara com um atraso na emissão de capital, aumenta o tamanho do esforço para levantar capital. Pior, há grande probabilidade de

liquidação do banco em caso dele não conseguir esse capital em tempo hábil de atender à regulação.

Portanto, os bancos mantêm *excesso de capital*, além do exigido por normas regulatórias, a fim de evitar custos de recapitalização de emergência. Serve também para evitar custos a partir do trade-off entre risco e retorno.

Considerando Basileia III uma regulamentação rígida, as evidências sugerem os bancos brasileiros estarem mais bem capitalizados se conservarem contingentes conversíveis (IHCD) em lugar de dívidas subordinadas. Essa troca do tipo de financiamento dos bancos vem acontecendo desde a publicação das regulamentações pelo Banco Central do Brasil, com base em Basileia III, em março 2013.

Antes, só o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal possuíam *contingentes conversíveis*. Os outros bancos tiveram até 2016 para estruturar o nível I adicional com esses Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida.

Não é prudente a devolução dos IHCDs pela CAIXA em nome da instituição financeira ter excesso de capital além da exigência pelo Basileia III. A avaliação deve ser realizada tanto com base no estoque de capital já comprometido no lastro da alavancagem para os créditos já concedidos, além do provisionamento dos valores executados em recuperação judicial, quanto na análise do cenário futuro.

Novamente, o banco público será chamado a aumentar sua *alavancagem financeira* para a retomada do crescimento da renda e do emprego com financiamento de aquisições de moradias, cuja demanda é inelástica em situação de déficit habitacional. Por exemplo, em um planejamento para retomar o crescimento da renda e do emprego, de maneira sustentada, a Caixa poderá financiar 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. Como efeito colateral, inclusive cuidaria com segurança pública sem milicianos fazerem extorsão à população pobre.

O atual presidente da CAIXA personaliza a questão, como não dirigisse uma entidade pública – distinta de governamental: “não tenho necessidade [de pressa em vender ativos]. Tenho 20% de Basileia, poderia ter 15%, tenho um excesso de capital. E com isso já posso pagar [a União] via dividendos”, disse o executivo (FSP, 29.04.19).

“Um banco do tamanho da Caixa com 20% de Basileia é ineficiente. Qualquer livro-texto de Finanças diz esse custo ser muito caro. Os grandes bancos estão entre 15% e 17%”, acrescentou o preposto do ex-banqueiro de negócios.

Não é verdade, os maiores privados quase alcançam 19%. Esquece-se de o banco público ter acumulado esse montante após dois anos seguidos de *encolhimento de sua carteira de crédito*. Essa postura inoperante é justamente a desejada pelo ministro da Economia para não competir com os bancos privados em faixas lucrativas.

Ele já chegou com um compromisso assumido por conta de sua nomeação, sem se basear em nenhum estudo técnico, mas simplesmente como devedor com uma conta a pagar ao credor: uma dívida de R\$ 40 bilhões referente aos “empréstimos perpétuos” lastros dos IHCD. Declarou, explícita e abertamente, em entrevista para Maria Luíza Filgueiras (Valor, 06/01/19): “Tenho um compromisso com o ministro de pagar a dívida da Caixa ao Tesouro em quatro anos.”

Contraria assim a Resolução nº 2837 do Banco Central do Brasil, assinada em 30 de maio de 2001. Ela define o *patrimônio de referência* das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central.

O primeiro parágrafo do artigo 1º é explícito quanto aos Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD) referidos no inciso II deste artigo:

- não podem prever prazo de vencimento e
- não podem ser resgatados por iniciativa do credor.

Na citada entrevista, o preposto confessa também seu projeto ser privatizante e em favor do mercado de capitais. Para tanto, a

devolução do IHCD apela para uma falsa justificativa, como fosse a resolução do pseudoproblema da Dívida Bruta do Governo Geral.

Na verdade, IHCD é um instrumento com o fim de encolhimento do setor público em favor do setor privado. Ao restringir o Estado para suposto avanço do Mercado, ele deixa de atender à Comunidade.

“O objetivo do governo Bolsonaro é privatizar a maior parte das estatais e preservar apenas Petrobras, Banco do Brasil e Caixa – e mesmo assim, deixá-las mais magrinhas”, confessou o secretário especial de desestatização e desenvolvimento do Ministério da Economia (Valor, 20/01/19).

Conceitos e Metodologias

a) **Índice de Liquidez (IL)** – De conceito similar ao indicador regulamentar LCR, Indicador de Liquidez de Curto Prazo, o cálculo do IL relaciona o volume de ativos líquidos detidos pela instituição com o fluxo de caixa estressado, isto é, a estimativa de desembolsos nos 21 dias úteis subsequentes em cenário de estresse. Instituições com IL superior a um (100%) possuem ativos líquidos suficientes para suportar uma crise de liquidez para o período estimado.

i. **Ativos líquidos** – Recursos líquidos disponíveis para cada conglomerado/instituição honrar seu fluxo de caixa estressado dos próximos trinta dias. Os ativos líquidos são o somatório dos ativos de alta liquidez, liberação de compulsório e recursos suplementares.

a. *Ativos de alta liquidez* – Abrangem:

i) Títulos Públicos Federais (TPFs) em poder da instituição nas posições livre ou recebido como lastro de operações compromissadas (posição doadora/ bancada);

ii) ações Ibovespa;

iii) cotas de fundos de investimento líquidas;

iv) folga de caixa; e

v) reservas livres.

b. *Compulsório liberado* – Montante de depósitos compulsórios que será retornado à instituição em decorrência da saída de depósitos estimada no fluxo de caixa estressado.

c. *Recursos suplementares* – Outras opções para realização de caixa no horizonte do cenário: Certificado de Depósito Bancário (CDB), Recibo de Depósito Bancário (RDB), Depósito Interfinanceiro (DI), posições ativas em estratégias de box e posições doadoras em operações compromissadas lastreadas em títulos privados.

ii. **Fluxo de caixa estressado** – Estimativa do montante de recursos necessários para as instituições dispor no horizonte de 30 dias, sob o *cenário de estresse*.

As análises consideram:

- o perfil dos depósitos (fuga de depósitos de varejo),
- as perspectivas de resgate antecipado (fuga de depósitos de atacado),
- a análise do estresse de mercado e o fluxo contratado.

a. *Perfil dos depósitos* (fuga de depósitos de varejo) – Estima o valor necessário para cobrir a possibilidade de saque de clientes em depósitos, poupança, operações de box, títulos de emissão própria e operações compromissadas com títulos privados.

b. *Resgate antecipado* (fuga de depósitos de atacado) – Estimativa do valor necessário para cobrir a possibilidade de solicitação de resgate antecipado das posições passivas efetuadas com as três maiores contrapartes de mercado.

c. *Estresse de mercado* – Estima o valor necessário para cobrir perdas decorrentes do impacto de oscilações de mercado nas posições de ativos líquidos ou naquelas possíveis de gerar saída de recursos da instituição em cenário de crise.

As perdas compreendem:

- i) *chamadas adicionais de margem* de garantias;
- ii) pagamentos de ajustes ou liquidação de contratos vincendos no cenário de estresse;

iii) perda de valor de ativos líquidos.

d. *Fluxo contratado* – Vencimentos e ajustes de posições em derivativos e posições ativas e passivas com agentes de mercado, com vencimento dentro do horizonte do cenário.

b) **Índice de Liquidez Estrutural (ILE)** – O cálculo é uma razão entre recursos estáveis disponíveis – parcela do capital e dos passivos com a qual a instituição pode conta no horizonte de um ano – e recursos estáveis necessários – parte dos ativos, incluindo-se ativos fora de balanço, que devem ser financiados por recursos estáveis por possuírem prazos longos e/ou baixa liquidez.

Instituições com ILE igual ou superior a um (100%) são menos suscetíveis a futuros problemas de liquidez. A metodologia de cálculo baseia-se nas regras do NSFR. Ele foi introduzido como cumprimento mínimo obrigatório a partir de outubro de 2018.

i. *Recursos estáveis disponíveis* – Recursos com tendência a permanecer na instituição pelo prazo mínimo de um ano. As principais fontes de recursos estáveis dos bancos são:

1. o capital próprio;
2. os passivos com prazo residual acima de um ano sem possibilidade de resgate antecipado, independentemente da contraparte; e
3. as captações sem vencimento ou com vencimento inferior a um ano, oriundas de clientes de varejo.

ii. *Recursos estáveis requeridos* – Montante de recursos estáveis necessário para financiar as atividades de longo prazo das IFs, estimado, portanto, em função das características de liquidez e do prazo dos ativos.

Os principais *ativos de longo prazo* são:

- a carteira de crédito com vencimento acima de um ano,
- os ativos em default,
- os Títulos e Valores Mobiliários (TVMs) de baixa liquidez ou depositados em garantia em câmaras,

- o ativo permanente e os itens deduzidos do capital regulatório.

c) **Índice de Basileia** – Conceito internacional definido pelo Comitê de Basileia, consistente na divisão do **PR** pelo *Risk-Weighted Asset (RWA)*. No Brasil, até setembro de 2013, a relação mínima exigida era dada pelo fator “F”, de acordo com a Resolução CMN 3.490, de 29 de agosto de 2007, e com a Circular BCB 3.360, de 12 de setembro de 2007.

Devia-se observar o valor de 11% para instituições financeiras e para as demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, exceto para as cooperativas de crédito singulares, não filiadas a cooperativas centrais de crédito.

A partir de outubro de 2013, a relação mínima exigida passou a ser dada pela Resolução CMN 4.193, de 1º de março de 2013. Define um calendário de convergência, o qual especifica a exigência de:

- 11% do RWA de outubro de 2013 a dezembro de 2015;
- 9,875% em 2016;
- 9,25% em 2017;
- 8,625% em 2018; e
- 8% a partir de 2019.

A esse requerimento, soma-se o ACP, conforme mencionado no ICP.

d) **Índice de Capital de nível I (IPR1)** – Em linha com o estabelecido pela Resolução CMN 4.193, de 2013, foi formulado um requerimento mínimo para o capital nível I a partir de outubro de 2013, correspondente a 5,5% do RWA, de outubro de 2013 a dezembro de 2014, e a 6% a partir de janeiro de 2015. A esse requerimento, soma-se o ACP, conforme mencionado no ICP.

e) **Índice de Capital Principal** – Em linha com o estabelecido pela Resolução CMN 4.193, de 2013, foi elaborado um requerimento mínimo para o capital principal a partir de outubro de 2013, correspondente a 4,5% do RWA. Além desse requerimento, foi instituído, pela referida Resolução, o ACP, correspondente à soma das seguintes parcelas:

- $ACP_{\text{Conservação}}$
- $ACP_{\text{Contracíclico}}$
- $ACP_{\text{Sistêmico}}$

O valor da parcela $ACP_{\text{Conservação}}$ resulta da aplicação dos seguintes percentuais ao montante RWA:

- zero, até 31 de dezembro de 2015;
- 0,625%, de janeiro a dezembro de 2016;
- 1,25%, de janeiro a dezembro de 2017;
- 1,875%, de janeiro a dezembro de 2018; e
- 2,5%, a partir de janeiro de 2019.

O valor da parcela $ACP_{\text{Contracíclico}}$ fica limitado aos seguintes percentuais máximos em relação ao montante RWA:

- zero, até 31 de dezembro d 2015;
- 0,625%, de janeiro a dezembro de 2016;
- 1,25%, de janeiro a dezembro de 2017;
- 1,875%, de janeiro a dezembro de 2018; e
- 2,5%, a partir de janeiro de 2019.

O valor da parcela $ACP_{\text{Sistêmico}}$ fica limitado aos seguintes percentuais máximos em relação ao montante RWA:

- zero, até 31 de dezembro de 2016;
- 0,5%, de janeiro a dezembro de 2017;
- 1,0%, de janeiro a dezembro de 2018; e
- 2,0%, a partir de janeiro de 2019.

f) **Razão de Alavancagem (RA)** – Conceito internacional definido pelo Comitê da Basileia, consistente na *divisão do Capital*

Nível I pela Exposição Total. No Brasil, a Circular BCB 3.748, de 27 de fevereiro de 2015, estabeleceu a metodologia de apuração da RA.

O indicador busca complementar o conjunto de requisitos prudenciais atualmente existentes por meio de uma medida simples, transparente e não sensível a risco. O requerimento mínimo de 3,0% para a RA foi estabelecido pela Resolução CMN 4.615, de 30 de novembro de 2017, em vigor desde janeiro de 2018, sendo aplicado às instituições autorizadas pelo Banco Central do Brasil enquadradas nos Segmentos 1 (S1) ou 2 (S2).

g) **Comprometimento de renda dos tomadores de crédito (CR)** – Definido como a razão entre:

- o serviço da dívida mensal e
- a renda mensal do tomador de crédito.

Segundo a revisão metodológica da medida, apresentada nas edições do REF de setembro de 2014, março de 2015 e outubro de 2015, a medida utiliza dados do Sistema de Informações de Crédito do Banco Central do Brasil (SCR) e permite o cálculo de forma individualizada para cada tomador de crédito no SFN e, a partir dos dados individualizados, o cálculo de medidas de tendência central tanto para o SFN quanto para outros níveis de agregação.

h) **Serviço da dívida mensal** – Valores informados ao SCR da carteira ativa a vencer em até trinta dias, exceto para:

- 1) *financiamento habitacional*, cujo valor a vencer em até trinta dias é estimado pelo sistema de amortização constante;
- 2) *Cheque especial*, cujo serviço da dívida corresponde ao valor dos juros mensal; e
- 3) *demais modalidades com caráter rotativo*, cujos valores a vencer em até trinta dias são estimados pelo sistema de amortização Price.

Considera todas as modalidades de crédito a pessoa física, exceto crédito rural e aquelas cujas características tenham natureza de financiamento empresarial, apesar de contratadas com pessoas físicas. Embora também seja calculado, o serviço da dívida com as

modalidades de cartão de crédito à vista ou parcelado lojista não compõe a medida básica do CR, sendo incorporado ao serviço da dívida mensal em medidas alternativas do indicador em questão.

i) **Renda mensal** – Como as informações podem divergir quando provenientes de diferentes entidades supervisionadas (ESs), adotou-se o seguinte procedimento:

1) havendo mais de um porte de pessoa física para cada tomador de crédito, utiliza-se a moda para definir o porte único do cliente e, como critério de desempate, o porte capaz de apresentar no agregado o maior valor de carteira ativa;

2) entre as ESs a informarem o porte único do cliente, considera-se o maior valor de renda, respeitados os limites inferior e superior do porte em questão; e

3) desconta-se do valor obtido uma estimativa da contribuição previdenciária e do imposto de renda.

j) **Porte de pessoas jurídicas** – Definido por meio de um algoritmo interno, que leva em conta três fontes de informação:

1) a marcação de micro e pequenas empresas no cadastro de Pessoas Jurídicas da Receita Federal do Brasil;

2) a moda do porte informado pelas IFs ao SCR (em caso de empate, considera-se o porte informado pela IF na qual o tomador tem a maior dívida);

3) cortes de crédito amplo (crédito bancário, debêntures, notas comerciais e dívida externa internalizada) para delimitar a fronteira dos portes.

Os critérios (1) e (2) levam em consideração os critérios de receita bruta anual das Leis Complementar 123 de 2006 e 11.638 de 2007. O critério (3) serve para classificar empresas sem porte marcado pelo critério (i) ou sem informação de porte pelo critério (ii).

Exemplo da Regulamentação do Banco Central do Brasil

Nas tabelas abaixo, comparando o antes (dezembro de 2006) e o depois (junho de 2019) das seis emissões de IHCD, cuja fonte de dados é o Banco Central do Brasil, são considerados os seis maiores bancos por:

- **Tipo de Consolidado Bancário:** (b1) Banco Comercial, Banco Múltiplo com Carteira Comercial ou Caixas Econômicas e (b4) Banco de Desenvolvimento;
- **SR - Segmento Resolução nº 4.553/2017:**
 - (S1) bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio e caixas econômicas que (i) tenham porte (Exposição/Produto Interno Bruto) superior a 10%; ou (ii) exerçam atividade internacional relevante (ativos no exterior superiores a US\$ 10 bilhões);
 - (S2) bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de câmbio e caixas econômicas de porte inferior a 10% e igual ou superior a 1% - caso do BNDES.
- **TD - Tipo de Consolidação:** todos se classificam como (C) Conglomerado
- **TC - Tipo de Controle:** (1) Público: Banco do Brasil, Caixa e BNDES; (2) Privado Nacional: Itaú e Bradesco; (3) Privado com Controle Estrangeiro: Santander.

Patrimônio de Referência para Comparação com o RWA

dez/06 Instituições Financeiras	Capital Principal para Comparação com RWA (a)	Capital Complementar (b)	Patrimônio de Referência Nível I para Comparação com RWA (c) = (a) + (b)	Capital Nível II (d)	Patrimônio de Referência para Comparação com o RWA (e) = (c) + (d)
BB	NA	NA	20.728.900	10.026.743	30.755.643
ITAU	NA	NA	28.127.322	2.537.422	30.664.744
CAIXA	NA	NA	8.130.699	4.063.264	12.193.963
BRADESCO	NA	NA	24.697.594	10.411.063	35.108.657
BNDES	NA	NA	18.992.069	14.874.333	33.866.402
SANTANDER	NA	NA	7.749.728	3.874.864	11.624.593

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

jun/19 Instituições Financeiras	Capital Principal para Comparação com RWA (a)	Capital Complementar (b)	Patrimônio de Referência Nível I para Comparação com RWA (c) = (a) + (b)	Capital Nível II (d)	Patrimônio de Referência para Comparação com o RWA (e) = (c) + (d)
BB	70.176.532	23.855.445	94.031.977	36.141.215	130.173.191
ITAU	115.498.449	10.874.641	126.373.090	11.894.009	138.267.098
CAIXA	71.508.324	0	71.508.324	32.733.485	104.241.809
BRASESCO	95.843.071	9.605.051	105.448.122	25.359.445	130.807.567
BNDES	132.446.110	0	132.446.110	52.678.983	185.125.094
SANTANDER	62.737.928	4.840.415	67.578.342	4.832.630	72.410.973

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

Capital Principal para Comparação com RWA (a): Parcela do capital de melhor qualidade e imediatamente disponível para absorver perdas.

Capital Complementar (b): Instrumentos de capital e dívida perpétuos, elegíveis como patrimônio regulatório.

Patrimônio de Referência Nível I para Comparação com RWA (c) = (a) + (b): Parcela do capital formada pela soma das parcelas do Capital Principal e Capital Complementar.

Capital Nível II (d): Parcela do capital composta por instrumentos subordinados, elegíveis como patrimônio regulatório, aptos a absorver perdas durante o funcionamento da instituição.

Patrimônio de Referência para Comparação com o RWA (e) = (c) + (d): Montante de capital regulatório formado pela soma das parcelas de Capital Nível I e Capital Nível II.

Ativos Ponderados pelo Risco (RWA)

dez/06 Instituições Financeiras	RWA para Risco de Crédito (f)	RWA para Risco de Mercado				(g) = (g1) + (g2) + (g3) + (g4)	RWA para Risco Operacional (h)	Ativos Ponderados pelo Risco (RWA) (i) = (f) + (g) + (h)
		RWAcam (g1)	RWAcom (g2)	RWAjur (g3)	RWAacs (g4)			
BB	171.272.346	NA	NA	NA	NA	7.011.424	NA	178.283.770
ITAU	137.910.937	NA	NA	NA	NA	29.661.985	NA	167.572.923
CAIXA	45.952.291	NA	NA	NA	NA	2.264.005	NA	48.216.296
BRASESCO	154.096.555	NA	NA	NA	NA	33.073.347	NA	187.169.901
BNDES	136.312.914	NA	NA	NA	NA	760.782	NA	137.073.696
SANTANDER	68.036.821	NA	NA	NA	NA	7.581.335	NA	75.618.157

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

jun/19 Instituições Financeiras	RWA para Risco de Crédito (f)	RWA para Risco de Mercado				(g) = (g1) + (g2) + (g3) + (g4)	RWA para Risco Operacional (h)	Ativos Ponderados pelo Risco (RWA) (i) = (f) + (g) + (h)
		RWAcam (g1)	RWAcom (g2)	RWAjur (g3)	RWAacs (g4)			
BB	610.315.136	16.055.696	399.092	4.248.914	0	20.703.702	70.105.346	701.124.185
ITAU	724.300.393	9.836.048	972.210	18.194.889	12.356.339	41.359.486	81.341.095	847.000.974
CAIXA	424.120.158	5.091.956	1.899.249	3.554.572	166.069	10.711.845	78.899.760	513.731.763
BRASESCO	632.614.591	4.229.468	1.624.924	5.193.926	619.283	11.667.602	57.494.077	701.776.270
BNDES	468.299.340	32.096.001	0	2.607.548	0	34.703.549	39.989.984	542.992.872
SANTANDER	370.990.437	5.801.558	24.201	20.944.139	2.693.778	29.463.676	46.526.950	446.981.063

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

RWA para Risco de Crédito (f): Parcela dos ativos ponderados pelo risco (RWA) referente à exposição ao risco de crédito.

RWAcam (g1): Parcela do RWA referente às exposições em ouro, em moeda estrangeira e em ativos sujeitos à variação cambial.

RWAcom (g2): Parcela do RWA referente ao risco das operações sujeitas à variação do preço de mercadorias (*commodities*).

RWAjur (g3): Parcela do RWA referente às exposições sujeitas à variação de taxas de juros e cupons.

RWAacs (g4): Parcela do RWA referente ao risco das operações sujeitas à variação do preço de ações.

RWA para Risco de Mercado (g) = (g1) + (g2) + (g3) + (g4): Parcela do RWA referente à exposição ao risco de mercado.

RWA para Risco Operacional (h): Parcela do RWA referente à exposição ao risco operacional.

Ativos Ponderados pelo Risco (RWA) (i) = (f) + (g) + (h): Corresponde à soma das parcelas referentes à exposição aos riscos de Crédito, de Mercado e Operacional.

Exposição Total e Índices

dez/06 Instituições Financeiras	Exposição Total (j)	Índice de Capital Principal (k) = (a) / (i)	Índice de Capital Nível I (l) = (c) / (i)	Índice de Basileia (m) = (e) / (i)	Razão de Alavancagem (n) = (c) / (j)	Índice de Imobilização (o)
BB	NA	NA	NA	17,25%	NA	14,84%
ITAU	NA	NA	NA	18,30%	NA	42,18%
CAIXA	NA	NA	NA	25,29%	NA	19,75%
BRADESCO	NA	NA	NA	18,76%	NA	48,01%
BNDES	NA	NA	NA	24,71%	NA	52,41%
SANTANDEF	NA	NA	NA	15,37%	NA	16,50%

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

jun/19 Instituições Financeiras	Exposição Total (j)	Índice de Capital Principal (k) = (a) / (i)	Índice de Capital Nível I (l) = (c) / (i)	Índice de Basileia (m) = (e) / (i)	Razão de Alavancagem (n) = (c) / (j)	Índice de Imobilização (o)
BB	1.364.061.257	10,01%	13,41%	18,57%	6,89%	14,19%
ITAU	1.470.864.211	13,64%	14,92%	16,32%	8,59%	27,70%
CAIXA	1.407.344.668	13,92%	13,92%	20,29%	5,08%	10,23%
BRADESCO	1.201.736.350	13,66%	15,03%	18,64%	8,77%	34,39%
BNDES	875.676.951	24,39%	24,39%	34,09%	15,12%	4,30%
SANTANDEF	759.046.461	14,04%	15,12%	16,20%	8,90%	10,61%

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

Exposição Total (j): Exposição Total, sem ponderação de risco, conforme definido na Circular nº 3.748 de 27 de fevereiro de 2015.

Índice de Capital Principal (k) = (a) / (i): Relação entre Capital Principal e Ativos ponderados pelo risco.

Índice de Capital Nível I (l) = (c) / (i): Relação entre o Patrimônio de Referência Nível I e os Ativos ponderados pelo risco.

Índice de Basileia (m) = (e) / (i): Relação entre o Patrimônio de Referência e os Ativos ponderados pelo risco.

Razão de Alavancagem (n) = (c) / (j): Relação entre o Patrimônio de Referência de Nível I e a Exposição Total.

Índice de Imobilização (o): Relação entre Ativo Permanente e Patrimônio de Referência.

Instituições Financeiras	Patrimônio de Referência Nível I para Comparação com RWA			Capital Nível II			Patrimônio de Referência para Comparação com o RWA		
	dez/06	jun/19	Múltiplos	dez/06	jun/19	Múltiplos	dez/06	jun/19	Múltiplos
BB	20.728.900	94.031.977	5	10.026.743	36.141.215	4	30.755.643	130.173.191	4
ITAU	28.127.322	126.373.090	4	2.537.422	11.894.009	5	30.664.744	138.267.098	5
CAIXA	8.130.699	71.508.324	9	4.063.264	32.733.485	8	12.193.963	104.241.809	9
BRADESCO	24.697.594	105.448.122	4	10.411.063	25.359.445	2	35.108.657	130.807.567	4
BNDES	18.992.069	132.446.110	7	14.874.333	52.678.983	4	33.866.402	185.125.094	5
SANTANDE	7.749.728	67.578.342	9	3.874.864	4.832.630	1	11.624.593	72.410.973	6

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

Instituições Financeiras	Ativos Ponderados pelo Risco (RWA)			Índice de Basileia	
	dez/06	jun/19	Múltiplos	dez/06	jun/19
BB	178.283.770	701.124.185	4	17,25%	18,57%
ITAU	167.572.923	847.000.974	5	18,30%	16,32%
CAIXA	48.216.296	513.731.763	11	25,29%	20,29%
BRADESCO	187.169.901	701.776.270	4	18,76%	18,64%
BNDES	137.073.696	542.992.872	4	24,71%	34,09%
SANTANDE	75.618.157	446.981.063	6	15,37%	16,20%

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

Nas tabelas acima, comparei a situação dos Indicadores de Capital da Caixa antes do primeiro IHCD (dezembro de 2006) com a capitalização ameaçada pela atual administração (junho de 2019). Ficou claro como foi necessário à Caixa os IHCD para obter condições de alavancagem financeira de suas políticas públicas.

Houve a multiplicação de seus ativos ponderados pelo risco (RWA) por *onze vezes*, um múltiplo bem superior ao dos demais

bancos, em especial, por causa do financiamento habitacional e ao saneamento básico. Se não fosse descapitalizada com a devolução dos IHCD, manteria a adequada competitividade com os bancos concorrentes.

As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil devem manter, permanentemente, valor de Patrimônio de Referência – PR compatível com os riscos de suas atividades, apurado nos termos da Resolução CMN nº 4.192, de 1º de março de 2013. O PR corresponde à soma do Nível I e do Nível II, sendo o Nível I segmentado em Capital Principal e Capital Complementar.

O Capital Nível I é considerado como um capital de melhor qualidade, capaz de absorver perdas durante o funcionamento da instituição, enquanto o Nível II seria capaz de absorção somente após constatada a inviabilidade da instituição.

Em junho de 2019, o Patrimônio de Referência da CAIXA baixou de R\$ 106,3 bilhões no fim do primeiro trimestre para R\$ 104,2 bilhões. O Nível I – Capital Principal caiu de R\$ 71,6 bilhões para R\$ 71,5 bilhões, resultado a partir do desconto do Patrimônio Líquido de R\$ 86,5 bilhões de ajustes prudenciais próximos de R\$ 15 bilhões.

O Patrimônio Líquido da CAIXA era a soma de Capital Social (R\$ 36,4 bilhões), Reservas de Capital, de Reavaliação e de Lucros (R\$ 14,5 bilhões), Lucros ou Prejuízos Acumulados (R\$ 6,0 bilhões), descontado de Ajustes de Avaliação Patrimonial (-R\$ 9,1 bilhões), e acrescido de IHCD – Capital Principal (R\$ 38,6 bilhões).

Em março de 2019, eram R\$ 40,2 bilhões de IHCD antes da devolução cobrada pelo credor. Em junho de 2019, com atualização monetária e juros remuneratórios e descontada a devolução de R\$ 3 bilhões realizada em 12 de junho, o IHCD se elevou um pouco para R\$ 41,6 bilhões.

Logo, se fossem totalmente pagos os “empréstimos perpétuos”, contrariando os contratos originais com cláusulas de perpetuidade e sem vencimento previsto, *ceteris paribus* (tudo mais constante), zeraria os contratos de IHCD e seu Patrimônio Líquido baixaria para apenas R\$ 47,8 bilhões, ou seja, 55% do valor do PL no fim do primeiro semestre de 2019. O Capital Principal – Nível I e, em

consequência, o Patrimônio de Referência – Nível I, por a CAIXA não possuir Capital Complementar, cairia para R\$ 32,9 bilhões.

Somado ao Capital – Nível II (R\$ 32,7 bilhões), resultaria em Patrimônio de Referência de R\$ 65,6 bilhões (queda de 37%) para comparação com Ativos Ponderados pelo Risco (RWA) de R\$ 514 bilhões – já menor em relação ao de março: R\$ 530 bilhões.

Seu *Índice da Basileia* cairia para 12,7%, bem abaixo dos quatro outros grandes bancos concorrentes em junho de 2019: Banco do Brasil com 18,6%, Itaú com 16,3%, Bradesco com 18,6%, BNDES com 34,0% e Santander com 16,2%. Estaria pouco abaixo do limite superior da exigência do Acordo de Basileia III em 2019: 13% dos RWA. Necessitaria se capitalizar para manter sua alavancagem financeira.

A *Razão de Alavancagem (RA)*, relação entre o menor Patrimônio de Referência Nível I de R\$ 32,9 bilhões e a Exposição Total de R\$ 1.407 bilhões, cairia para 2,3%. Isto seria menos da metade da contabilizada em junho de 2019: 5,1%.

Estaria muito abaixo da RA dos concorrentes: três vezes inferior à do Banco do Brasil (6,9%), quatro vezes inferior à do Itaú (8,6%), Bradesco (8,8%) e Santander (8,9%), seis vezes inferior à do BNDES (15,1%).

O Banco Central do Brasil aceitaria tal alavancagem financeira como “exceção à regra”? Ele reconheceria a Caixa ser “*too big to fail*” (muito grande para quebrar) e oferecer risco soberano por seu controlador ser o Tesouro Nacional com 100% das ações?

O Banco Central do Brasil editou a Circular nº 3.748 em 27 de fevereiro de 2015. Ela dispõe sobre a metodologia para apuração da *Razão de Alavancagem (RA)*.

Alinhada com as recomendações do Comitê de Basileia para Supervisão Bancária, conhecidas em seu conjunto como Basileia III, a RA busca evidenciar o *grau de alavancagem das instituições financeiras*, uma informação importante para acompanhamento do *risco sistêmico*. Este não é capturada adequadamente nas metodologias de requerimento de capital baseadas em risco.

A RA é definida como a razão entre o Nível I do PR, componente do capital regulamentar de alta qualidade mantido pelos bancos, e a Exposição Total da instituição.

Ainda não foi acordado pelos integrantes do Comitê de Basileia *um valor mínimo a ser requerido para a RA* com base nas informações obtidas das instituições financeiras. Caso isso seja feito, certamente, a devolução do IHCD impedirá a manutenção do foco no *core business* da Caixa, isto é, na promoção de projetos sociais com alavancagem financeira.

Capítulo 6.

Agenda 21: Responsabilidade Socioambiental

Introdução

Uma nova era cultural foi instalada no mundo, seguindo as manifestações da contracultura americana e europeia na década de 60. O “conflito de gerações” camuflava, inicialmente, um choque cultural mais profundo contra o conservadorismo. Os adversários dos jovens eram todos os reacionários. Costumeiramente, reagiam contra a evolução social.

O ponto-de-partida da nova concepção filosófica foi uma aparente platitude. Foi a constatação de os homens, por um lado, serem todos iguais entre si; de outro, cada indivíduo ser diferente dos demais.

Quem tinha o *instinto de proteção* predominante consideravam mais importante, para a boa convivência humana, aquilo comum capaz de os unir em uma coletividade. Quem achava ser mais relevante, para a melhor convivência, a diversidade e/ou a competitividade, possuía um *instinto de competição* predominante.

Mas, a partir dos desdobramentos daqueles conflitos e da deterioração do meio ambiente, o *instinto de sobrevivência humanitária* passou a sobressair. Aumentou, em Nação civilizada, a consciência social de a história humana não se restringir a um conflito perpétuo entre grupos coletivos em rixa. Elevou-se a percepção da diferença entre a mente com a qual se nasce e a mente “formada”, via aprendizado, cultura e socialização.

O *instinto primário do ser humano* é essencialmente a parte do seu comportamento sem ser fruto de aprendizado educativo. A consciência ou inteligência coletiva permite ele ir aprendendo o seu ambiente (e, portanto, o seu aprendizado) ter uma influência poderosa no modo pelo qual seus instintos primários se expressam.

Estes instintos primitivos são aqueles formados durante seu tempo na savana pelos caçadores e/ou coletores. A descoberta da sequência completa do genoma humano, em 2003, no início do novo

milênio, revelou inclusive essas características herdadas, adequadas ao longo da evolução biológica, serem transmitidas por genes.

O ser humano com o *instinto de competição* predominante confia as desigualdades sociais serem diminuídas caso se favoreça a competitividade geral. Ele minimiza a proteção social e maximiza o esforço individual.

Em contrapartida, há aquele ser cuja prioridade é a *proteção contra a competição social*. Na escolha entre a competitividade e a solidariedade, prioriza esta última.

Assim, as pessoas com o instinto de proteção predominante se reuniram a outras pessoas gregárias, em uma *ação coletiva*, para lutar pela eliminação das desigualdades sociais. Ao contrário, seus adversários insistiam na convicção de as desigualdades serem naturais e, enquanto tal, não eram elimináveis.

Estes últimos buscavam uma adaptação ao ambiente competitivo profissional e apenas lutavam por conservar as posições conquistadas. Para isso, segundo seu entendimento, dependeria de se ter ambição. Daí, eles acreditavam ser superiores aos outros, "mais competentes" em uma sociedade de desiguais: autoimagem com autoengano.

De acordo com essa *ideologia conservadora*, se os homens eram seres biológicos desiguais, deveriam se submeter à "lei do darwinismo social". Esta era a ideia de a vida em sociedade reproduzir a vida natural, com sua violência, hierarquia e eficiência.

Os herdeiros genéticos de caçadores/guerreiros, adeptos da violência, argumentam a sociedade mercantil fazer uma seleção, neste caso "social", entre os indivíduos capacitados a se desenvolver e os possíveis de apenas sobreviver em condições precárias. Quem melhor se adaptasse ao meio ambiente econômico se enriqueceria, inclusive dando continuidade a sua dinastia ou clã familiar. Acima de tudo, a preocupação era com a defesa da tradição, família e propriedade herdada.

Já a nova concepção filosófica, nascida da contracultura dos anos 60, pressupunha a condição humana ser fundada pela negação

da herança natural. A sociedade se desenvolvia, opondo-se às forças cegas da natureza.

Socialmente, nada seria mais parecido com *a livre-natureza* senão *o livre-mercado*. Em um novo mundo civilizado, não haveria mais a necessidade de se dominar pelo pensamento de a essência humana ser essencialmente egoísta e imutável. O *instinto de sobrevivência* (inclusive em defesa da vida no planeta) poderia predominar, socialmente, sobre os outros instintos primários.

Essas duas linhas de pensamento possuem contrastes não só de ideias, mas também de interesses econômicos e de prioridades a respeito da direção a ser seguida pela sociedade. Mas a ideia de a sociedade ser separada por uma ampla linha divisória maniqueísta ignora o fato de pessoas diversas traçarem essa linha de maneira desigual e em níveis diferentes.

O conflito de interesses não era, simplesmente, biunívoco. Caso fosse, essa estrutura social já teria sido destruída.

No fim do milênio, a partir dos anos 70, essa nova cultura passou a reconhecer o insucesso da tentativa de exterminar o oponente classista, em uma sociedade antagônica. Portanto, construir um novo mundo, unido pelo *instinto de sobrevivência*, ou melhor, pela *consciência ecológica*, seria uma evolução possível.

Esse pacto social passaria a ser *o sonho (real)*, *a alternativa (possível)* e *a utopia (necessária)* no novo milênio. A imaginação no poder significaria construir uma sociedade ideal, fundamentada em leis justas e em instituições político-econômicas verdadeiramente comprometidas com o bem-estar da coletividade, inclusive na sua relação com o meio ambiente.

Não seria mais um projeto de natureza irrealizável, uma ideia generosa, porém impraticável. Por ser um produto da imaginação, ou seja, da *inteligência coletiva*, não significaria ter, necessariamente, ausência de consistência ou fundamento real.

Essa ficção não seria uma ilusão, caso atendesse a uma necessidade de construção real. Esse modelo imaginário de sociedade ideal foi concebido como crítica à organização social (e ao poder corporativo) existente.

Porém, seria inexecutável, se não estivesse vinculado à defesa de condições ambientais saudáveis, na realidade concreta. Nasceu então o “movimento verde” (ou “ambientalista”) como um projeto alternativo de organização social, capaz de indicar potencialidades realizáveis e concretas, em uma determinada ordem política constituída, contribuindo desta maneira para sua transformação.

Breve História da Consciência Ambientalista

Nesse caldo da contracultura, surgiu na Suécia, em 1968, a ideia então vanguardista de fazer uma conferência internacional sobre o meio ambiente. Ela foi efetivamente realizada em Estocolmo, em 1972.

Nascia, com a então denominada Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano, o “compromisso ecológico”, assumido pela geração de 70 e as posteriores. Não por acaso, a Conferência foi realizada na Suécia, a qual havia sofrido sérios danos em seus lagos, em consequência de chuvas ácidas resultantes da forte poluição atmosférica na Europa Ocidental.

A longa história política democrática na Suécia também a justificava. Ela ensejou não só uma melhor qualidade de vida, mas uma cidadania mais avançada, naquele país.

Precocemente, em 1917, um ministério de coalizão entre liberais e socialdemocratas assumiu o poder e iniciou reformas sociais, como a redução da jornada de trabalho para oito horas diárias e a extensão do sufrágio universal às mulheres. O Partido Trabalhista Social Democrático permaneceu no governo, quase ininterruptamente, de 1932 a 1976.

O modelo sueco era econômico e político, mas também, e principalmente, societário. Era um modelo de ética social, isto é, a ética da absoluta transparência das relações sociais e o ideal da comunicação perfeita.

A distinção entre privado e público, na Suécia, era exemplar: havia desvendamento do secreto, desprivatização, gestão pública do privado. O considerado em outros lugares “violação do espaço privado individual” lá era *conquista social* inarredável.

A bandeira-de-luta em defesa do ecossistema se encontra acima de qualquer suspeita. Ele se reveste uma pretensão de universalidade – pacifismo, ajuda ao Terceiro Mundo, solidariedade social, respeito pelos Direitos Humanos –, tendo como fundamento ideológico o consenso e a transparência. O *modelo de socialismo nórdico* constitui talvez uma espécie de representação antecipada de uma nova ordem social.

A Conferência de Estocolmo colocou o meio ambiente no foco das preocupações internacionais. A Declaração de Estocolmo sobre o Meio Ambiente Humano e seus princípios constituíram o primeiro conjunto de *soft laws* – leis internacionais apenas intencionais, sem aplicação obrigatória – para questões ambientais internacionais.

O conceito de desenvolvimento sustentável foi apresentado em 1987, como resultado da Assembleia Geral das Nações Unidas, no relatório *Our Common Future* (Nosso Futuro Comum), conhecido como Relatório Brundtland, devido ao fato do encontro ter sido presidido por Gro Harlem Brundtland, primeira ministra da Noruega.

Ressalvo o “argumento de autoridade”: a população deste país desfruta excelente qualidade de vida. A Noruega ostenta, desde 2001, o mais alto Índice de Desenvolvimento Humano (IDH) do mundo.

O Relatório Brundtland traduziu preocupações com o meio ambiente já em processo de instalação na sociedade. Nele foi expresso pela primeira vez o conceito de “desenvolvimento sustentável”, utilizado até os dias atuais.

Desenvolvimento sustentável é definido como aquele capaz de “atender às necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de atenderem às suas”. A sustentabilidade do desenvolvimento implicaria em uma mudança nas relações socioeconômicas, políticas, culturais e ecológicas.

No Rio de Janeiro, em 1992, realizou-se a Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, a Cúpula da Terra, ou Rio-92, como é mais conhecida. Ela reuniu chefes de Estado e representantes oficiais de 179 países. Atraiu, ainda, organizações não-governamentais de todo o mundo para um evento paralelo – o Fórum Internacional de ONGs e Movimentos Sociais.

A Agenda 21 foi o documento mais abrangente resultante dessa conferência. Selou um compromisso entre as nações participantes.

Apresenta-se, tanto para o poder público, como para a sociedade civil e os setores econômicos, como um grande guia para a promoção de ações estimulantes da integração entre o crescimento econômico, a justiça social e a proteção ao meio ambiente. Sua principal estratégia é propor soluções e alternativas em favor do desenvolvimento sustentável e ela deve ser compreendida como um instrumento capaz de conjugar participação e transformação social.

O termo "Agenda 21" foi usado no sentido de expressar as intenções de se caminhar para a realização desse novo modelo ao longo do século XXI. É um *instrumento de planejamento* para a construção de sociedades sustentáveis, em diferentes regiões do planeta, conciliando métodos de proteção ambiental, justiça social e eficiência econômica.

Assim, a Agenda 21 Global constitui a mais abrangente tentativa já realizada de promover, em escala planetária, um novo padrão de desenvolvimento, denominado "desenvolvimento sustentável".

Ao *redefinir o conceito de desenvolvimento*, assegurando-lhe dimensão não apenas *quantitativa*, mas também *qualitativa*, o documento enfatiza o aumento da produtividade, aliado à justiça social e à conservação dos recursos naturais. Suas perdas crescentes devem ser consideradas como contribuição negativa ao Produto Interno Bruto (PIB), assim como às demais Contas Nacionais.

Tal esforço exige mudanças culturais de comportamento, inovação tecnológica e rede de compromissos. Esta seria formada por todos os participantes mundiais, empenhados com sua propagação nos planos global, nacional e local.

Na Rio-92, cada país se comprometeu a definir sua própria Agenda, fixando prioridades, envolvendo a sociedade e o governo, promovendo parcerias. O objetivo maior era alcançar meios de implementação capazes de reverter os processos de insustentabilidade em curso, no modelo de desenvolvimento em vigor no mundo.

O modo de vida planetário, organizado através de uma *economia de mercado*, seja o capitalismo, seja o socialismo realmente existente, onde predominavam apenas os interesses das grandes corporações transnacionais, virou alvo de *avaliação crítica*. Seu poder de destruição do meio ambiente passou a sofrer constantes denúncias de cientistas e cidadãos preocupados com a vida humana.

A elevação da *consciência ecológica* dos membros dessas corporações levou a mudanças no sentido da adoção de uma autorregulação. Essa prevenção deveria ser realizada antes de legislações draconianas serem impostas.

A gestão empresarial, tendo como referência apenas atender aos interesses curto-prazistas dos acionistas, revela-se insuficiente no novo contexto de planejamento ecológico. Ele requer uma gestão balizada pelos interesses e contribuições de um conjunto maior de partes interessadas.

A busca de excelência pelas empresas passa a ter como objetivos tanto a maior qualidade nas relações humanas quanto a revisão da relação predatória entre o ser humano e a natureza, para obtenção da sustentabilidade econômica, social e ambiental. A empresa socialmente responsável é aquela com a capacidade de ouvir e analisar os interesses conflitantes de todos aqueles com algum apego a sua atuação – funcionários, clientes, governos, organizações não governamentais, etc. – e não apenas dos acionistas, tentando incorporá-los no planejamento de suas atividades.

O Instituto Ethos, em seu sítio na Internet (www.ethos.org.br), esclarece qual é a diferença entre responsabilidade socioambiental e filantropia. “A *filantropia* trata basicamente de ação social externa da empresa, tendo como beneficiário principal a comunidade em suas diversas formas (conselhos comunitários, organizações não-governamentais, associações comunitárias etc.). A *responsabilidade socioambiental*, por sua vez, focaliza a cadeia de negócios da empresa e engloba preocupações com um público maior (acionistas, funcionários, prestadores de serviço, fornecedores, consumidores, comunidade, governo e meio ambiente), cujas demandas e necessidades a empresa deve buscar entender e incorporar em seus

negócios. Assim, a responsabilidade socioambiental trata diretamente dos negócios da empresa e como ela os conduz”.

O *movimento verde* amadureceu, ampliando sua dimensão social. Com o avanço da consciência ecológica, foi se percebendo mais os riscos ambientais.

Eles tornaram-se cada vez mais determinantes para qualquer negócio. A gestão inadequada das questões ambientais pode causar perdas financeiras irreparáveis para a empresa e, em decorrência, para seus credores: os bancos.

A preocupação das instituições financeiras com as questões ambientais ocorreu, inicialmente, como forma de evitar a responsabilização legal por danos ambientais, produzidos por bens recebidos como garantia de empréstimos.

Os bancos estão sujeitos a *três tipos de riscos ambientais*.

Primeiro, o *risco direto* envolve todos aqueles aos quais os bancos respondem diretamente como poluidores. São os riscos associados às suas próprias instalações, uso de papéis, equipamentos, energia, etc.

Nessa modalidade se aplica, diretamente, o Princípio do Poluidor Pagador. O banco deve internalizar, nos seus custos, os gastos a degradação ambiental no processo operacional, a fim de evitar apenas os lucros de suas atividades serem privatizados e os custos do dano ambiental serem socializados. Desta forma, risco ambiental passa a ser visto como custo financeiro.

Segundo, o *risco indireto* ocorre porque o risco ambiental afeta a empresa com a qual o banco tem relacionamento como intermediador financeiro, via operações de crédito ou como detentor de ações ou títulos de dívida.

Os bancos vêm sofrendo pressão do público em geral e dos organismos não-governamentais (ONGs) para adotar uma política de financiamento e investimento ambientalmente correta, sob pena de terem sua reputação prejudicada diante da sociedade.

A imagem dos bancos na sociedade é importante para o sucesso conjunto de suas atividades e é considerada como parte de

seu patrimônio. Por isso, há ocorrência do terceiro tipo de risco ambiental: *o risco de reputação*.

No Fórum Econômico Mundial, em Davos, em 31 de janeiro de 1999, o Secretário-Geral das Nações Unidas, Kofi Annan, desafiou os líderes empresariais mundiais a apoiar e adotar o Pacto Global, tanto em suas práticas corporativas individuais, quanto no apoio a políticas públicas apropriadas. É uma iniciativa com o objetivo mobilizar a comunidade empresarial internacional para a promoção de valores fundamentais nas áreas de direitos humanos, trabalho e meio ambiente.

Foi criada para ajudar as organizações a redefinirem suas estratégias e ações. Visava todas as pessoas compartilhar dos benefícios da globalização, evitando estes serem aproveitados por poucos.

O Pacto Global advoga dez princípios universais, derivados da:

1. *Declaração Universal de Direitos Humanos* – respeitar, proteger e evitar violações desses direitos –,
2. *Declaração da Organização Internacional do Trabalho sobre Princípios e Direitos Fundamentais no Trabalho* – apoiar a liberdade de associação no trabalho, abolir o trabalho forçado, abolir o trabalho infantil, eliminar a discriminação no ambiente de trabalho –,
3. *Declaração do Rio sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento* – apoiar uma abordagem preventiva aos desafios ambientais, promover a responsabilidade ambiental, encorajar tecnologias que não agredem o meio ambiente – e
4. *Convenção das Nações Unidas Contra a Corrupção* – combater a corrupção em todas as suas formas inclusive extorsão e propina.

No Brasil, alguns bancos já manifestam sua preocupação com a variável ambiental nos negócios, aderindo aos Princípios do Equador. Procuram garantir os projetos financiados serem desenvolvidos de forma socialmente responsável e refletirem boas práticas de gestão ambiental.

A adoção desses Princípios implica a revisão cuidadosa das propostas de clientes ao solicitarem financiamento de projetos, evitando-se, com isso, fornecer empréstimos a projetos cujo interessado não concorde com as políticas e procedimentos socioambientais, adotados pela instituição financeira. Até 2007, quarenta e quatro instituições bancárias já tinham aderido aos Princípios do Equador, sendo cinco do Brasil, provavelmente, os “*big-five*”: bancos cobrados para atuarem como verdadeiras *corporações com responsabilidades sociais*, dados terem cerca de 90% dos clientes.

Os Princípios do Equador são um conjunto de políticas e diretrizes a serem observadas na análise de projetos de investimento de valor igual ou superior a US\$ 10 milhões. Tem por base critérios estabelecidos pelo *International Finance Corporation*, instituição vinculada ao Banco Mundial.

Essas salvaguardas versam sobre:

1. avaliações ambientais;
2. proteção a habitats naturais;
3. gerenciamento de pragas;
4. segurança de barragens;
5. populações indígenas;
6. reassentamento involuntário de populações;
7. propriedade cultural;
8. trabalho infantil, forçado ou escravo;
9. projetos em águas internacionais; e
10. saúde e segurança no trabalho.

Os Princípios do Equador foram revisados, em julho de 2006, quando se impuseram maiores exigências referentes à formalização da concordância do tomador do empréstimo, nos próprios instrumentos de financiamento, quanto ao atendimento das

recomendações apresentadas como fruto da análise do projeto à luz desses Princípios.

Por exemplo, o tomador deverá concordar com:

1. a aplicação da legislação socioambiental local pertinente;
2. o desenvolvimento do Plano de Ação de mitigação de riscos socioambientais;
3. a provisão regular de relatórios; e,
4. quando for o caso, a elaboração de plano de desativação das instalações no fim do projeto.

Passou a haver um maior detalhamento de requerimentos voltados à avaliação socioambiental de projetos, preservação da biodiversidade, saúde e segurança de comunidades afetadas, particularmente, as comunidades indígenas. Houve também o compromisso em tornar públicas informações anuais sobre a aplicação dos Princípios do Equador em suas operações.

Finalmente, o II Acordo de Capitais da Basileia considera *outros riscos enfrentados pelos bancos para efeito de cálculo de capital regulamentar*. Ele exige modelos de gerenciamento de riscos mais precisos, com especial atenção para o risco ambiental.

Estudo de Caso: Agenda 21 do Banco do Brasil

O Banco do Brasil aderiu ao Pacto Global, em novembro de 2003, no início da Era Social-Desenvolvimentista, demarcando assim, historicamente, *a troca da agenda neoliberal pela de responsabilidade socioambiental*. Não se imaginava haver o observado retrocesso político, econômico, social e ambiental, isso sem falar no cultural, registrado após o golpe de 2016. No ano anterior, já tinha voltado a Velha Matriz Neoliberal na política econômica.

A história da Agenda 21 do Banco do Brasil revelava seu compromisso com o consenso do novo século: “o crescimento econômico é uma condição necessária, mas não suficiente, para o desenvolvimento sustentável, o qual pressupõe um processo de inclusão social com uma vasta gama de oportunidades e opções para

as pessoas; [...] não pode haver desenvolvimento enquanto houver iniqüidades sociais crônicas no País” . Possuía também o significado histórico de representar, politicamente, a substituição da Agenda Neoliberal pela Agenda da Responsabilidade Socioambiental.

Como foi visto, dentre os resultados da Conferência Rio-92, destacava-se a proposta de um plano de ação para o meio ambiente e o desenvolvimento no século XXI, a chamada Agenda 21, a ser adotada global, nacional e localmente, por organizações do sistema das Nações Unidas, governos e pela sociedade civil. Constituía-se na mais abrangente tentativa já realizada de orientar um novo padrão de desenvolvimento para o século XXI, cujo alicerce era a sinergia da sustentabilidade ambiental, social e econômica.

Em 2004, o Banco do Brasil assumiu compromisso formal com o Ministério do Meio Ambiente para desenvolver uma agenda cujas ações evidenciarão o comprometimento da Empresa com o desenvolvimento sustentável de seus negócios. O ato coroava um trabalho realizado, internamente, desde 2003, voltado para a definição de princípios e estratégias de responsabilidade socioambiental. Percebendo a aderência de suas intenções estratégicas com os princípios da Agenda 21 Global, o Banco do Brasil estabeleceu sua Agenda 21 Empresarial, uma agenda para a sustentabilidade.

Esse compromisso tornou-se uma missão cotidiana. Em maio de 2007, houve o lançamento da Agenda 21 do BB, iniciativa pioneira no país, divulgando esse compromisso inserido em sua estratégia corporativa.

Foi elaborada a partir dos compromissos públicos assumidos pelo BB, de referenciais oriundos de organismos fomentadores do movimento de responsabilidade corporativa em nível nacional e internacional. Além disso, incorporou o resultado de um fórum de gestão de pessoas e responsabilidade socioambiental, envolvente de todo o corpo funcional do Banco.

A Agenda 21 do BB estruturava-se em três eixos.

O primeiro – fazer negócios com *foco no desenvolvimento sustentável* – tinha os seguintes objetivos:

1. implementar ações de apoio ao desenvolvimento sustentável;
2. financiar atividades de geração de trabalho e renda e de inclusão social;
3. financiar atividades e tecnologias ambientalmente adequadas.

O segundo – adotar práticas administrativas e negociais com responsabilidade socioambiental – buscava:

1. disseminar os princípios e fortalecer a cultura dessa responsabilidade na “comunidade BB”;
2. manter processos administrativos e processos negociais coerentes com esses princípios; e
3. fortalecer a interação com os públicos de relacionamento nesse sentido.

Finalmente, o terceiro eixo referia-se ao *investimento social privado*. Dentro dessa diretriz, o BB buscava:

1. contribuir para a melhoria da qualidade de vida da população brasileira,
2. ajudar programas relacionados à consciência e preservação ambiental,
3. patrocinar programas relacionados à defesa e à promoção dos direitos humanos,
4. captar recursos para apoiar ações vinculadas ao desenvolvimento social, e
5. incentivar a atuação dos funcionários em trabalhos voluntários e ações sociais.

Portanto, a Agenda 21 do BB seria um compromisso com a sustentabilidade, a cidadania e o movimento de responsabilidade socioambiental. O desenvolvimento das iniciativas em cada um dos eixos seria fruto do engajamento e dedicação de todas as áreas do Banco. Elas contribuiriam para a disseminação da *postura de responsabilidade socioambiental* no conglomerado financeiro.

Dever-se-ia entender a postura de responsabilidade socioambiental como compromisso para mérito do Banco como um todo. Decorreria daí:

- a necessidade de engajamento e comprometimento das lideranças e do corpo funcional com o desenvolvimento sustentável;
- o acompanhamento e avaliação do processo de adoção desses valores e princípios éticos nas práticas administrativas e negociais.

O papel de viabilizar essa *intenção estratégica* – ser referência em responsabilidade socioambiental e no desenvolvimento sustentável do país – constituía uma obrigação de responder pelas ações próprias ou dos outros em tudo ao seu alcance.

O Banco do Brasil sempre fez parte de um conjunto das organizações brasileiras responsáveis pela *elaboração e difusão das ideologias na sociedade civil*. A alternância democrática do poder possibilitaria, desde 2002 até 2014, a criação de um novo pacto corporativo em torno da responsabilidade socioambiental da Empresa.

Proporcionaria, assim, a colagem ideológica entre a alta administração e o corpo funcional, cujo entendimento mútuo tinha sofrido um rompimento ou, pelo menos, uma interrupção de continuidade, nos episódios ocorridos em meados da década anterior. Essa divisão era ainda uma “fratura exposta” na coesão interna.

A quebra de históricos *compromissos implícitos* – respeito profissional e estabilidade no emprego – constituiu uma violação ou infração violenta no contrato mútuo entre servidores públicos. Apenas um acordo consensual em torno da responsabilidade socioambiental a superaria.

A nova direção, a partir de 2003 até 2014, buscou ganhar aliados para suas posições. Restabeleceu a *coesão interna*, através da participação e do consenso.

Desta forma, foi estabelecido um *consenso* a respeito da nova agenda da Empresa. O Banco do Brasil cuidaria para seus negócios gerassem resultados econômicos, inclusive sob a forma de

participação em lucros e resultados obtidos no mercado. Mas, ao mesmo tempo, buscava *resultados sociais e ambientais*, sob a forma de inclusão social, geração de trabalho e renda e respeito ao meio ambiente.

Essa Agenda da Responsabilidade Socioambiental tinha de começar em casa, para selar esse compromisso corporativo. Esse caminho inicial seria seguido, promovendo a cidadania interna.

Uma empresa com dimensões gigantescas, como é o caso do Banco do Brasil, necessita instituir mecanismos participativos de modo a possibilitarem *ouvir e dar consequência* às opiniões, sugestões e críticas feitas por seus funcionários. São as pessoas cujo trabalho fazem o dia-a-dia da Organização, aplicando seus melhores esforços na promoção dos negócios e na solução dos problemas.

Inspirado no compromisso de manter o diálogo em caráter permanente com seus funcionários, de modo a assegurar níveis superiores de gestão compartilhada e transparência, o BB realizou, em 2003, o IV Fórum Gestão de Pessoas e Responsabilidade Socioambiental. Ele mobilizou e garantiu a manifestação de todos os 84 mil funcionários.

Foram colhidas cerca de 18 mil manifestações, entre críticas, sugestões e propostas. Foram sistematizadas em uma expressiva pauta de contribuições para as decisões estratégicas da empresa.

Outro símbolo da *nova era*, representando mais uma conquista histórica para as batalhas feministas, travadas a partir dos anos 70, aconteceu em 8 de março de 2006. Na data quando se comemora o Dia Internacional da Mulher, o Banco do Brasil anunciou a adesão ao Programa Pró-Equidade de Gênero, coordenado pela Secretaria Especial de Políticas para Mulheres do Governo Federal. O objetivo era desenvolver novas concepções na gestão de pessoas e na cultura organizacional para alcançar *a equidade de gênero no mundo do trabalho*.

As estatísticas internas apontavam um percentual reduzido de mulheres exercendo cargos de primeira gestora, em torno de 8%, se comparado à quantidade de funcionárias na empresa, embora as mulheres representassem cerca de 35% do quadro geral. Além disso,

30% das funcionárias exerciam apenas cargo de gerência média no BB.

A primeira ação a ser desenvolvida, fruto do compromisso estabelecido, seria a realização de pesquisa para identificar o *perfil da diversidade na empresa*. Entre outros aspectos, desejava-se verificar quais os fatores, de fato, interferentes no *processo de ascensão profissional das mulheres*. A partir de um diagnóstico preciso, poderia se providenciar soluções para se evitar discriminações de gênero.

Outra vitória, neste caso, representativa da *luta contra a homofobia*, ocorreu com essa nova Agenda. Este avanço cultural se deu à luz dos compromissos estabelecidos nas políticas de responsabilidade socioambiental, definida o respeito à diversidade como um de seus princípios.

O Banco encaminhou, em 2004, à Caixa de Assistência dos Funcionários do Banco do Brasil (CASSI), estudo técnico defendendo a inclusão de pessoas homossexuais, companheiros e companheiras de funcionários e funcionárias, como beneficiárias-dependentes nos planos de saúde daquela Instituição. A proposta foi aprovada pelo Conselho Deliberativo da CASSI em outubro de 2005.

Atento aos aspectos contemporâneos da *criminalidade*, onde a saúde e a qualidade de vida no trabalho de seus funcionários sofriam graves danos, o BB revisou, em 2005, o seu Programa de Assistência a Vítimas de Assalto e Sequestro. A principal alteração referiu-se ao dever de acompanhamento, pelas Gerências Regionais de Gestão de Pessoas, do cumprimento das ações de atendimento às vítimas, além de amparo em casos de ameaças ou tentativas de assalto e sequestro, implicantes em *risco para a segurança dos funcionários*.

A partir da publicação do Decreto 3.298, de 20 de dezembro de 1999, o Banco do Brasil passou a destinar 5% das vagas de cada seleção externa às *pessoas com deficiência*. Em 2005, a Diretoria de Relações com Funcionários e Responsabilidade Socioambiental do BB autorizou a posse de 105 candidatos com deficiência.

No processo de admissão, todos os candidatos aprovados eram submetidos aos exames médicos pré-admissionais, incluindo avaliações médicas e laboratoriais. Durante essa fase, e confirmando-se a condição de portador de deficiência, eram registradas as

recomendações médicas condizentes com as limitações apresentadas pelo candidato e eram realizadas a análise ergonômica e as adequações necessárias do posto de trabalho.

Alguns tipos de deficiência exigiam modificações do mobiliário, reformas na estrutura física da agência para garantia da acessibilidade e instalação de recursos tecnológicos, tais como, *softwares* destinados à leitura ou amplificação de imagens utilizadas por deficientes visuais. A inserção do tema nos treinamentos internos com a produção de dois cursos auto instrucionais, a divulgação de artigos pelos canais de comunicação da empresa e a formatação de curso para a disseminação da Linguagem Brasileira de Sinais (Libras) entre os funcionários, foram outras ações empreendidas.

Vale mencionar outras lutas e conquistas sociais, dessa vez no âmbito externo à Empresa, representativas das ações derivadas da Agenda da Responsabilidade Socioambiental.

O trabalho da Fundação Banco do Brasil avançou, a partir de 2004, inclusive com a expansão do foco inicial do Semiárido para a região Amazônica e para o Cerrado. Sempre por meio de parceiros, com destaque para redes como o Grupo de Trabalho da Amazônia (GTA), na Amazônia Legal, a Articulação do Semiárido (ASA), e com a Rede Cerrado e entidades a ela filiadas.

A expansão da área geográfica de atuação significou, entretanto, uma redução da capacidade de investimento. Assim, tornou-se ainda mais importante articular projetos e mobilizar parceiros, seja de órgãos públicos locais, seja de instituições de caráter nacional.

Esse trabalho articulado da Fundação direcionou, a partir de 2006, a prioridade de intervenção a cinco cadeias produtivas – cajucultura, mandiocultura, apicultura, reciclagem e ovinocaprino cultura –, em projetos de desenvolvimento local, reaplicação de tecnologias sociais, além das intervenções em alfabetização de jovens e adultos, complementação escolar, inclusão digital, entre outras.

Para tanto, a Fundação percebeu o trabalho ser mais poderoso quando se uniu forças com ministérios, ONGs e outros atores.

Passados mais de 130 anos da extinção oficial da escravidão, o país ainda convive com as marcas deixadas pela exploração da mão-de-obra escrava. No Brasil, a escravidão contemporânea manifesta-se na clandestinidade. Ela é marcada por autoritarismo, corrupção, segregação social, racismo, clientelismo e desrespeito aos direitos humanos.

Segundo cálculos da Comissão Pastoral da Terra (CPT), existiam no Brasil cerca de 25 mil pessoas submetidas às *condições análogas ao trabalho escravo*. Os dados constituíam uma realidade de grave violação aos Direitos Humanos. Eles envergonhavam não somente os brasileiros, mas toda a comunidade internacional.

Desde agosto de 2004, o Banco do Brasil praticava a suspensão de novos créditos a clientes incluídos em relação de empregadores e proprietários rurais, caso submetessem seus trabalhadores a formas degradantes de trabalho ou os mantivessem em condições análogas ao trabalho escravo, divulgada pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Mas, consciente de a eliminação do trabalho escravo constituir condição básica para o Estado Democrático de Direito, o Banco do Brasil, juntamente com outras 54 empresas, apoiou a decisão do Governo Federal, na ocasião, de eleger como uma das principais prioridades *a erradicação de todas as formas contemporâneas de escravidão*.

Assim, em maio de 2005, essas instituições aderiram ao Pacto pelo Combate ao Trabalho Escravo, proposto pelo Instituto Ethos. Pelo pacto, os signatários acordaram em incrementar esforços visando dignificar e modernizar as relações de trabalho nas cadeias produtivas dos setores comprometidos no "Cadastro de Empregadores - Portaria MTE 540/2004", caso tivessem mantido trabalhadores em *condições análogas à escravidão*.

Em março de 2005, Banco do Brasil, Brasilprev e Previ, juntamente com os principais investidores institucionais no mundo, manifestaram formalmente apoio ao pedido de abertura de informações sobre *a emissão de gases de efeito estufa*, enviado às 500 maiores empresas do mundo. O pedido de informações foi resultado de projeto administrado pela *Rockfeller Philanthropy Advisers*, com recursos provenientes principalmente do Fundo de Carbono do Governo da Grã-Bretanha.

Além de ser coerente com a postura de responsabilidade socioambiental do Banco do Brasil, prevendo ponderações acerca dos impactos sociais e ambientais das práticas empresariais, o apoio à iniciativa vinha ao encontro dos seus interesses comerciais.

Segundo o Ministério do Meio Ambiente, no Brasil, o aquecimento provocado pelo efeito estufa podia trazer como impacto a alteração do regime de chuvas e da temperatura, com consequências diretas sobre a agricultura e a biodiversidade. Não era uma questão apenas ideológica, mas também de razão prática: o *risco ambiental do crédito agrícola*.

O Banco do Brasil caracterizava-se como um banco de múltiplas funções, atuando não só como *banco comercial* (fornecedor de crédito geral), mas também como *banco setorial* (especialista em crédito rural) e *banco de desenvolvimento* (gestor do Fundo Constitucional para a Região Centro-Oeste). Face à essa diversidade de atuação, a *variável ambiental* era tratada em diversas normas e recomendações.

Em financiamentos industriais, o licenciamento ambiental era sempre exigido. Para o financiamento da comercialização da pesca, madeira, borracha e outros produtos extrativos, as normas internas se tornavam ainda mais rigorosas.

Por exemplo, o Banco não financiava serrarias caso utilizassem madeiras oriundas de floresta nativa. Com relação ao crédito rural, possuía convênios com empresas de assistência técnica. Elas se comprometiam a recomendar tecnologias de produção exequíveis, dotadas de práticas conservacionistas adequadas à defesa do solo e do meio ambiente, consoante a legislação ambiental em vigor.

Com relação aos recursos do Fundo Constitucional do Centro-Oeste (FCO), principal fonte de recursos internos para operações incentivadas de longo prazo geridas pelo Banco do Brasil, era exigido, na apresentação dos projetos, o cumprimento da legislação ambiental, especialmente naqueles relativos ao controle e preservação do meio ambiente e equilíbrio ecológico.

Em projetos de reforma agrária, era incluída a cláusula contratual de comprometimento do devedor em conservar o meio ambiente. Ele devia obedecer a critérios técnicos e legais de

preservação das matas ciliares, encostas e topos de morro, de conservação do solo e água, da utilização do manejo integrado de pragas, de proteção dos mananciais, de proteção da fauna e da flora e outras considerações de conservação ambiental indicadas na Constituição Federal e nas Constituições Estaduais. Isto também era válido para o Programa Especial de Crédito para a Reforma Agrária (PROCERA).

Um verdadeiro teste da *política de responsabilidade ambiental* envolvia cifras bilionárias. O Presidente Lula assinou, em dezembro de 2007, decreto prevendo *restrições ao crédito na Amazônia*. O ritmo do desmatamento tinha voltado a crescer, no fim de 2007, na Amazônia, após três anos consecutivos de redução na área de floresta abatida, justificando a adoção da medida.

Nota técnica preparada pelo Ministério do Meio Ambiente (MMA) relacionava a oferta de crédito rural público nos 557 municípios do bioma ao *aumento do desmatamento*. O estudo do Ministério cruzou dados do Instituto Nacional de Pesquisas Espaciais (INPE), medindo o desmatamento, com dados do anuário estatístico do crédito rural do Banco Central.

Em Mato Grosso, Pará e Rondônia, responsáveis por 85% do desmatamento em 2007, o ritmo de abate de árvores acompanhou a evolução na oferta de crédito rural. Também foram analisados os 16 municípios do Pará e de Mato Grosso com mais desmatamento na Amazônia.

“Verificamos evidências ainda mais fortes de o volume de crédito estar relacionado com a intensidade dos desmatamentos”, analisava o MMA. “A oferta crescente de crédito rural sem a adoção de mecanismos de monitoramento pelos órgãos ambientais pode induzir ao crescimento ou à manutenção de taxas elevadas de desmatamento”, dizia a nota. Era necessário “estabelecer as condições mínimas” para reduzir o risco de novos desmatamentos “fomentados pelo crédito público”.

O Banco Central determinou então as restrições ao crédito oficial na Amazônia valerem, de forma obrigatória, a partir de 1º de julho de 2008. Ficaram livres da restrição os créditos do Pronaf (Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar), pequenos produtores e beneficiários da reforma agrária.

Só autorizava o acesso a crédito oficial na Amazônia a agricultores e pecuaristas com apresentação de licença ambiental. Em nome do agronegócio, atendendo aos interesses dos maiores produtores de soja do país, políticos negociavam relaxar a medida, um dos pilares do plano de combate ao desmatamento. Eles defendiam a suspensão da exigência aos produtores, alegando poucos disporem de licença ambiental.

Disputava-se cerca de R\$ 3 bilhões. Era o volume de dinheiro repassado por ano a agricultores e pecuaristas nos municípios do bioma Amazônia (65% dos municípios da Amazônia Legal), segundo dados do Banco Central.

A ameaça seria paralisar a produção agropecuária nessa área, onde se reuniam cerca de 10% dos municípios brasileiros e representava quase metade do território do país. A região, segundo o IBGE, concentrava 36% da pecuária e 39% da cultura de soja nacionais.

Na raiz dos problemas da Amazônia estava a informalidade fundiária. Aquela metade do país era objeto da "grilagem", ou seja, da *ocupação ilegal de terras públicas ou de reservas indígenas*. Quase nenhum ocupante tinha título de propriedade regularizado.

Em três recadastramentos rurais feitos no país, em 1999, 2001 e 2004, documentos de cerca de 200.000 km² de terras foram validados. Mas o cadastro de outros imóveis, em uma área equivalente, foi cancelado, a maior parte deles na Amazônia.

"No fim de 2006 ainda estavam em trâmite ou sem informação processos referentes a 56 milhões de hectares [cada milhão de hectares equivale a 10 mil km², meio Sergipe] e havia 20,6 milhões de hectares de casos arquivados sem a verificação da documentação estadual apresentada pelos detentores dos imóveis. Mais de 40 milhões de hectares de posses permaneciam irregulares".

Estimava-se, praticamente, 36% da Amazônia serem terras privadas e objeto de grilagem. Entre elas, só 4% tinham títulos de propriedade com registro válido.

Terras protegidas dos “grileiros”, através de *reservas indígenas*, Unidades de Conservação (UCs) federais, como parques e florestas nacionais, e áreas militares, compunham 33,5% do território total.

As UCs, áreas prioritárias para a biodiversidade mais ameaçadas pela frente agrícola, criadas no governo Lula, abrangeram mais de 230 mil km², equivalente quase ao território do Estado de São Paulo. Era outra agenda em comparação à do atual retrocesso: *uma política de reorganização de fronteira e de reapropriação pelo poder público das terras da Amazônia*, onde ocorria um processo descontrolado de privatização de terras.

O IBGE registrou, em 2006, a ampliação das áreas de reservas florestais para 8,3% do território brasileiro face ao percentual de 6,5% em 2003. Um dos motivos da expansão foi *o maior número de terras indígenas demarcadas* – 405, em 2006, contra de 172, em 1992. Nessas áreas, a preservação das florestas é mais controlada, pois o desmatamento não está tão presente.

O bioma domina 82,8% da Amazônia Legal (8 Estados e parte do Maranhão), o resto é cerrado (16%) ou pantanal (1,2%). Ele é essencial por quatro razões.

A primeira é relacionada a sua *biodiversidade*, valiosa através da biotecnologia, tanto em termos científicos, quanto econômicos.

A segunda razão é a *biomassa*, uma das alternativas mais concretas de energia, para um mundo pós-petróleo.

A terceira diz respeito à *água doce*, uma questão urgente, pois já se espera escassez de água, com potenciais conflitos por acesso a ela.

Finalmente, uma razão crucial é *o clima*, tanto o representado pela Amazônia, em termos de *armazenamento de carbono*, quanto sua influência sobre *o sistema de chuvas*. Mais de 60% do vapor de água para as chuvas no Brasil vem da floresta, portanto, a Amazônia é fundamental para a agricultura brasileira.

Essa visão contrasta com a tradicional, *predatória*, de muitos pecuaristas, fazendeiros e políticos ligados a esses setores. Segundo esta visão predominante no governo sob essa aliança (2019-2022), a

Amazônia seria uma última fronteira a ser conquistada, sequencialmente, por desmatamento, gado e soja.

Algo similar à doutrina militar da “conquista do Oeste” norte-americano impregnou mentes autoritárias, embora submissas à extrema-direita americana, copiando com atraso a “conquista do Norte”. É necessário, urgentemente, impor uma revisão do *significado da Amazônia para o planeta*, para se entender bem a responsabilidade socioambiental brasileira.

Em resumo, o MMA, em dezembro de 2007, divulgou uma lista de 36 municípios da Amazônia, os quais mais desmatavam. Em janeiro de 2008, o governo federal bloqueou autorizações para desmatamento em todos eles. Cada proprietário podia derrubar, legalmente, apenas 20% de sua área.

O governo federal, sob presidência do Lula, concentrou nesses municípios o recadastramento fundiário e embargou a comercialização de produtos das propriedades rurais irregulares. Em fevereiro, a resolução do Conselho Monetário Nacional proibiu crédito de bancos públicos e privados nos 557 municípios da Amazônia, a partir de julho de 2008, a proprietários rurais, caso eles não se documentassem com a licença ambiental do imóvel rural, respeito à reserva legal e CCIR (Certificado de Cadastro do Imóvel Rural).

A responsabilidade socioambiental do BB já impedia lhes dar crédito. Sabia, há muito tempo: *a dívida seria paga com o capital natural do Brasil*, ou seja, o desflorestamento da Amazônia.

A cada novo passo, a Agenda da Responsabilidade Socioambiental do BB enfrentava novas e maiores dificuldades. Mas, no fim de quatro anos de implementação de sua estratégia socioambiental, tornou seu compromisso com a sustentabilidade econômica, social e ambiental uma missão do dia-a-dia.

Em coerência com a Agenda 21, depois de conturbado episódio com um ex-diretor do Banco, nas eleições do ano anterior, o Conselho Diretor, sabendo a ética ser um pilar fundamental da postura de responsabilidade socioambiental, anunciou reavaliar o *sistema de gestão da ética corporativa*. Queria a atualização sistemática e participativa do código de ética do BB.

Buscava o acionamento de mecanismos de gestão de modo a incluir a implementação de padrões de conduta ética apropriada. Estava, então, dentro de um esforço ininterrupto para aprimorar a organização pública. Com a volta do neoliberalismo, o Banco do Brasil entrou em retrocesso, inclusive em *rankings* onde jamais tinha perdido o primeiro posto.

Greenwashing

A regulação e a padronização da divulgação de informações da agenda das companhias em relação aos *aspectos ambientais, sociais e de governança* (ESG, na sigla em inglês, ou ASG, em português brasileiro) são importantes para evitar o “*greenwashing*”. Esta é a prática de anunciar posturas “verdes” com mais apelo de *marketing* em lugar de um impacto efetivo.

Esta é uma das prioridades da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil. A padronização de informações evitaria o *greenwashing*. O contador poderia ocupar um espaço importante ao se conscientizar sobre esses temas. Hoje as agências de classificação de risco não têm acesso a todas as informações de uma empresa e seus relatórios de ESG são incompletos.

É necessário haver muito mais clareza em convergência e comparabilidade da taxonomia. Uma das dificuldades é a mensuração das medidas sociais de uma empresa, intangíveis em sua maioria, na demonstração contábil. Esse ponto deve ser desenvolvido pelas empresas.

Trazer o tema da *sustentabilidade*, de forma transparente, vai se tornar cada vez mais importante para acessar um capital mais barato. Quanto às informações ESG, o regulador visa dar maior destaque à divulgação de *fatores de risco sociais, ambientais e climáticos*. O regulador também pretende exigir dados sobre *diversidade*.

Mais da metade dos fundos de pensão utilizam os critérios ESG (ambientais, sociais e de governança, na sigla em inglês) em suas decisões de investimento, em especial para ações, crédito privado e *private equity*. No entanto, para a maioria, a frequência disso é

ocasional, de acordo com um levantamento realizado pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc).

Para realizar o estudo, a autarquia ouviu 93 entidades de previdência fechada, responsáveis pela gestão de mais de R\$ 700 bilhões. Elas representam cerca de 70% dos recursos totais.

Cerca de 60% dos recursos da indústria estão alocados em títulos públicos e 40% nos demais ativos. Para os títulos do Tesouro Nacional, por exemplo, a avaliação não faz sentido, aponta. Há fundações maduras onde este tipo de aplicação predomina.

Há uma *questão cultural* e ela precisa ser trabalhada em cada entidade. Ainda há pouca demanda pela agenda ESG por parte dos participantes e assistidos – e também das empresas patrocinadoras.

Há dificuldades em comparar informações das empresas e 58% citaram baixa qualidade dos dados. Iniciativas para fomentar a padronização das informações divulgadas e utilização de taxonomia padrão são vistas como possíveis soluções.

Como não bastaram os alertas sobre os perigos da mudança climática pelo mundo - incêndios, furacões, inundações de proporções inéditas, a Organização das Nações Unidas está usando um dinossauro. O garoto-propaganda do mais novo anúncio patrocinado pela ONU é um Utahraptor.

Ele ocupa a tribuna do salão, onde se abriga a Assembleia Geral da ONU, para alertar os países, como expert em extinção, de “a hora de agir é agora, chega de desculpas”. O tema escolhido foi “*Don't choose extinction*” (não escolha a extinção).

A maioria dos chefes de Estado se encontraria em Glasgow (Escócia), para a Conferência sobre Mudanças Climáticas da ONU, a COP 26 (31 de outubro a 12 de novembro). Já teria tido a oportunidade de conhecer o conteúdo da publicidade.

Pela primeira vez, a ONU tomou uma posição explícita contra a queima de combustíveis fósseis. Mesmo se o ser humano deixar de usar plástico, carro à gasolina, ou jogar lixo em lugar impróprio, isso não representa um décimo da poluição da indústria de combustíveis fósseis.

O foco da mensagem é a necessidade de se fazer algo agora. “Afinal”, diz o dinossauro, em seu discurso no plenário da ONU, “nós pelo menos tivemos a desculpa de um asteroide”.

Jovens e adolescentes do mundo todo estão sofrendo de “ansiedade climática”. Na maior pesquisa já feita sobre este tema, com 10 mil adolescentes e jovens de dez países, 55% deles dizem acreditar terem menos oportunidades em comparação a seus pais e 65% dizem governos, com a falta de ação, estarem traindo as futuras gerações. Do total, 75% afirmam o futuro ser assustador.

Os jovens foram ouvidos na Austrália, no Reino Unido, nos Estados Unidos, na Índia, na Nigéria, nas Filipinas, na Finlândia, em Portugal, na França e no Brasil.

No Brasil a pesquisa mostra: 79% dos jovens ouvidos acreditam o governo estar falhando ao agir e 77% se sentem traídos pelos governantes. É um número mais alto do registrado entre os jovens americanos, pois estes se sentem traídos (56%) ou com um governo falho em relação ao tema (63%). A pesquisa foi feita em maio de 2021.

Entre os brasileiros, 48% se sentem hesitantes em ter filhos em função da emergência climática. Em relação ao governo, apenas 20% dizem ele estar fazendo o suficiente para evitar a catástrofe e 78% acreditam o governo mentir sobre os impactos de suas ações. Mais da metade dos entrevistados se dizem tristes, ansiosos, com raiva, sem poder, sem esperança, além de culpados.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) busca um novo plano global para os preços do carbono, com o qual espera evitar a eclosão de guerras comerciais entre países com políticas verdes diferentes.

O clube de países, com sede em Paris, pretende aproveitar seu sucesso em forjar um acordo inicial sobre imposto de renda corporativo e usar uma abordagem semelhante para *os preços do carbono*. Isso permitiria a economias como a União Europeia agir rapidamente para limitar as emissões de gases de efeito estufa e, ao mesmo tempo, impor uma taxa de carbono a importações de países poluentes.

De modo geral, a definição de um *preço para o carbono* é considerada a melhor maneira de reduzir as emissões de combustíveis fósseis, pois os poluidores podem ser efetivamente tributados pelo carbono emitido. Mas um ponto controverso é determinar qual deve ser esse preço. A OCDE acredita ter uma solução global.

Um preço sobre o carbono deve ser alto o suficiente para limitar os aumentos de temperatura para menos de 2 graus Celsius é visto como um passo excessivo por Estados Unidos, China e Índia. Eles preferem usar regulações internas para reduzir as emissões, como proibir usinas de energia a carvão.

Já a UE planeja estender a fixação do preço do carbono para os emissores dentro do bloco. Além disso, prometeu proteger a sua indústria por meio de uma *taxa de carbono* sobre produtos importados, como aço e cimento, emissores de muito carbono em sua produção.

No entanto, esta abordagem provocou protestos irados dos parceiros comerciais da UE. Eles a veem como uma *tarifa comercial*.

Reservadamente, autoridades da OCDE criticam a abordagem da UE. Temem a taxa de carbono da UE ser alta demais se só levarem em consideração os preços explícitos do carbono determinados por outras economias.

Em vez disso, a OCDE quer a abordagem da UE incluir *impostos implícitos sobre o carbono*, usado por outros países com medidas diferentes de redução de emissões, como a proibição de usinas de energia elétrica movidas a carvão. A inclusão dessas medidas pode reduzir os *riscos de uma guerra comercial global por questões de política ambiental*.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) propôs a aplicação mundial de um preço de carbono de US\$ 75 por tonelada até 2030, mas a ideia não obteve apoio global.

A UE divulgou medidas para ajudar a cumprir sua meta de reduzir as emissões de carbono do bloco em 55% em 2030, em relação aos níveis de 1990. A proposta de taxa de carbono está no

centro dessa estratégia e inicialmente terá como alvo alguns produtos importados mais poluentes, entre elas ferro, aço e cimento.

Entre as 100 maiores empresas globais, 83 apoiam as recomendações de reportar riscos e oportunidades climáticos, sendo desenvolvidas desde 2015 pela Força-tarefa de Divulgação Financeira Relacionada ao Clima: a TCFD, na sigla em inglês.

Durante a conferência de Paris, em dezembro de 2015, o Conselho de Estabilidade Financeira (FSB, na sigla em inglês) criou a TCFD. A ideia de criar a força-tarefa era desenvolver padrões para as empresas poderem divulgar informações financeiras sobre riscos climáticos. Seriam dados importantes para credores, seguradoras, investidores e outros interessados.

Trata-se de um movimento crescente de companhias preocupadas com o risco climático de seus investimentos e operações. Há 2.600 empresas, de 89 países e capital estimado em US\$ 25 trilhões apoiando a iniciativa global. Ela busca tornar mais transparente *o risco climático das corporações*.

Uma análise de 1.650 relatórios de empresas, de 69 países e oito setores revelou, pela primeira vez em seis anos, 50% das empresas examinadas terem divulgado seus *riscos climáticos e oportunidades relacionadas ao clima*. Esses dados fazem parte do relatório “*Outlook 2021*”, da TCFD.

A divulgação de informações e investimentos relacionados ao clima é cada vez mais importante. Buscam também dados padronizados e transparentes para apoiar decisões de alocação de capital.

Em 2019, a Federação Brasileira de Bancos (Febraban) publicou um roteiro para o setor bancário brasileiro apoiar os esforços de relatar informações relativas a riscos climáticos. No mês de setembro, foi a vez do Banco Central do Brasil (BCB) apresentar regras para instituições reguladas abordarem governança, estratégia e gestão de risco.

Em um segundo momento, o BCB deve incluir aspectos quantitativos com métricas e metas. As medidas da Autoridade

Monetária são muito importantes porque irão provocar um *efeito-cadeia*.

A agenda de políticas ambientais, sociais e de governança (ESG, na sigla em inglês) está na moda, mas as principais empresas do país avançam nessa frente não apenas por vontade própria, mas principalmente por pressão de outras partes interessadas. Isso é indicado por uma pesquisa da Grant Thornton com a Fundação Dom Cabral e a XP, na qual foram ouvidas 167 companhias de capital aberto.

Questionadas sobre qual “*stakeholder*” é o maior influenciador para melhorarem a divulgação de aspectos ESG, as empresas responderam na ordem acionistas (24%), conselheiros (21%), clientes (11%), investidores institucionais (8%), colaboradores (8%), comunidade (4%) e reguladores (4%). Sobre qual tipo de investidor tem demonstrado interesse no assunto, os fundos internacionais (25%) são os mais citados, seguidos por fundos nacionais (23%) e bancos (17%).

Os entrevistados também foram perguntados sobre como avaliam a pressão do mercado financeiro sobre a implementação de práticas ESG. Para 34%, essa pressão é *média*, com busca de informações e questionamentos sobre o tema voltados ao atendimento de *compliance* socioambiental.

Outros 22% afirmaram a pressão ser alta, com questionamentos além do *compliance*. Uma parcela de 22% comentou não sentir cobrança e outros 22% não responderam.

O movimento dos investidores não fica só no discurso. Uma parcela de 11% das empresas relatou já ter havido postergação de aportes até as questões ESG terem sido tratadas com o detalhamento necessário; 5% experimentaram maior volatilidade em suas ações; 4% observaram uma desvalorização da empresa; e 3%, o cancelamento de investimentos previstos. Além disso, 86% dos entrevistados disseram: a organização poderá sofrer impacto negativo no futuro caso não adotar uma gestão levando em conta esses aspectos.

A questão ESG é um *movimento reativo*. As empresas estão sendo pressionadas a adotar. Não é, por exemplo, apenas um

capricho de CEO com finalidade de deixar um legado. Prova disso é apenas 21% das empresas terem metas ESG vinculadas à remuneração dos executivos.

Das empresas pesquisadas, 59% possuem uma área, um comitê ou estrutura equivalente para endereçar a agenda ESG. A maior parte (27%) é recente, estruturada nos últimos três anos.

Além de implementar o ESG *da porta para dentro*, as empresas também estão começando a fazê-lo *da porta para fora*. Cerca 37% disseram a gestão ESG contemplar inteiramente a sua cadeia de valor.

De qualquer forma, a falta de uma padronização, tanto local como internacional, dificulta a divulgação de dados sobre políticas ESG. Do total, 36% das empresas não divulgam nenhum tipo de informação ESG, 23% têm relatórios de sustentabilidade ou relatórios integrados e 20% colocam esses dados no meio de outros documentos corporativos.

A maioria usa os padrões *Global Reporting Initiative (GRI)*, com 21%; *Carbon Disclosure Project (CDP)*, com 12%; e *Principles for Responsible Investment (PRI)*, com 10%.

Na B3, a divulgação de um relatório de sustentabilidade não é obrigatória, mas há estudos em conjunto com a CVM para torná-la, principalmente, no Novo Mercado. Nos EUA, esse tipo de documento também não é mandatório, mas o total de empresas com iniciativa de o divulgar passou de 20% em 2011 para mais de 90%.

No Brasil, a pesquisa mostra que 21% das empresas possuem métricas, ou seja, medidas quantitativas para analisar o desempenho ESG. Outras 11% disseram só fazerem avaliações quantitativas. Uma fatia de 32% afirmou possuir metas claras para redução das emissões de gases de efeito, mas só 13% estão de fato neutralizando a pegada de carbono.

Questionadas sobre os principais benefícios ao adotar uma estratégia ESG, as principais respostas são:

1. valorização da marca (17%),
2. melhorar a reputação (15%),

3. reduzir riscos (13%),
4. atrair talentos (10%) e
5. conquistar novos mercados (10%).

Entre as empresas, 10% já acessaram os mercados de capitais tomando por base temas ESG. Outros 32% responderam ainda não o terem feito, mas terem interesse. Os *'green bonds'* estão se tornando mais populares enquanto a demanda por investimentos sustentáveis aumenta.

Mesmo com as questões ambientais tão em voga no noticiário, esse não é nem de longe o fator considerado mais importante na agenda ESG das empresas. Os dois primeiros itens da lista são relacionados à letra 'G' da sigla: estrutura de governança (com 12% das menções) e combate à corrupção (9%). Depois aparecem opções relacionadas com a letra 'S', como diversidade e inclusão (8%), saúde e segurança no trabalho (8%) e gestão de dados pessoais e privacidade (7%). A letra 'E' aparece apenas a partir da sexta posição, com consumo de recursos naturais (7%).

Na Europa, cerca de 50% dos fundos já consideram critérios ESG nos seus investimentos. Nos EUA, esse índice é de 25% e, no Brasil, um levantamento da ANBIMA sugere algo em torno de 2%.

A pesquisa foi realizada por meio de um questionário enviado para todas as empresas de capital aberto. Entre as 167 respondentes estão empresas de agronegócio, energia, finanças, mineração, produtos de consumo, saúde, construção, setor público, tecnologia e turismo. O levantamento envolveu companhias de 16 Estados.

Nos últimos anos, virou senso comum que as empresas devem ter propósitos e ir além de lucrar com seus produtos e serviços. Mas em qual medida isso faz diferença para o consumidor, influencia sua decisão de compra e interfere no relacionamento com as marcas?

Uma pesquisa inédita, feita pela agência de relações públicas InPress Porter Novelli, mostra essa percepção ter se tornado predominante entre os brasileiros, apesar das variações em termos de classe social, faixa etária e escolaridade, entre outros critérios. Para as marcas, é uma nova frente de oportunidades, mas que

exigirá muita lição de casa, com o ajuste de políticas internas e a adoção de novas abordagens para mostrar que o esforço é para valer.

Batizado de *Purpose Premium Index* (PPI), o levantamento é aplicado pela rede *Porter Novelli* desde 2018 nos Estados Unidos e já ganhou uma edição na Austrália. No Brasil, o Instituto Brasileiro de Pesquisa e Análise de Dados (IBPAD) adaptou a pesquisa ao cenário nacional e fez o trabalho de campo, com quase 4 mil entrevistas realizadas em duas rodadas, entre maio e junho de 2021. O PPI avalia atributos de propósito e os relaciona a indicadores de reputação, estabelecendo a interdependência entre as duas esferas.

Os primeiros resultados indicam que não se sabe ao certo o que é uma empresa com propósito. Entre as palavras surgidas espontaneamente sobre o assunto estão termos como “crescimento”, “objetivo”, “metas” e “crescer”. As pessoas associam *propósito* a algo para se reverter em benefício das próprias empresas. Isto é diametralmente oposto ao seu significado social, ambiental e de governança.

Mulheres, moradores da região Norte, pessoas da geração “*millennial*” (25 a 34 anos), das classes D e E e com escolaridade até o ensino fundamental, de forma geral, dão mais valor ao propósito, segundo o PPI. A população mais economicamente desfavorecida tende a atribuir às empresas um papel maior como agente social de mudança.

Essa valorização reflete o déficit de confiança da sociedade em muitas instituições, principalmente do setor público. Têm o desejo de, na ausência desses organismos, as empresas assumirem parte do trabalho.

Esse fenômeno tornou-se mais frequente com a ascensão de movimentos recentes como “*Black Lives Matter*”, criado em 2013 e mais divulgado no ano 2020, após a morte do afro-americano George Floyd, asfixiado por um policial branco. Além dele, o “*MeToo*” se intensificou a partir de 2018, depois de atrizes de Hollywood passarem a denunciar episódios de assédio sexual.

Com as campanhas ganhando as ruas e as redes sociais, muitas empresas correram para incorporar o tema da diversidade a seu

repertório, mas só depois se ocuparam de verificar quais condições ofereciam a negros e mulheres.

Curiosamente, em meio à polarização ideológica do país, o posicionamento das empresas sobre temas políticos aparece em último lugar na lista dos fatores determinantes para escolher uma marca. Só 22% das pessoas disseram considerar o assunto “sempre” e 23%, “muitas vezes”.

O resultado mostra o histórico das companhias brasileiras, de não fazer declarações políticas, estar em linha com o pensamento do público. Isso, porém, não significa que as empresas não devam se posicionar em relação a questões éticas.

Além da ética aparecer no topo dos critérios mais relevantes, outros resultados do PPI mostram o público estar atento ao comportamento das companhias fora do campo estritamente econômico. A igualdade de oportunidades para mulheres, negros, população LGBTQIA+ ou com deficiência é valorizada por 79% dos pesquisados, a mesma porcentagem de quem está preocupado com causas sociais ou ambientais.

Esse posicionamento tem influência na decisão de compra. De acordo com o levantamento, 74% das pessoas costumam pesquisar sobre marcas antes de decidir sobre seu consumo e 88% fazem questão, em algum grau, de comprar de empresas defensoras de algo mais além de seus produtos ou serviços.

A mensagem é não bastar oferecer um produto de qualidade a preço justo, embora essa continue a ser uma premissa de mercado. A diferença é, agora, outros fatores também importarem.

Riscos 3C: Covid, Cripto e Clima

O Fundo Monetário Internacional (FMI), no seu *Relatório de Estabilidade Financeira Global*, divulgado em 2021, resume os principais riscos em três “Cs”: *Covid, Cripto e Clima*.

As “contribuições nacionalmente determinadas” (NDCs), pactuadas na COP21 em Paris, em 2015, estão longe de ser suficientemente restritas para alcançar as reduções de emissões

necessárias, principalmente até 2030. Neste ano, as emissões prometidas ultrapassarão o limite superior imposto pelo teto recomendado de 1,5°C em 20 a 23 gigatoneladas de CO₂ equivalentes.

Martin Wolf é editor e principal analista de economia do Financial Times. Publicou artigo (Valor, 27/10/2021) onde pergunta: em vista desse risco climático, o que precisa ser feito?

O relatório "*Keeping 1,5°C Alive: Closing the Gap in the 2020s*", da Comissão de Transições Energéticas, publicado no mês de setembro de 2021, abordou essa pergunta.

Recomendou um plano de seis pontos para balizar as discussões em Glasgow. Esse plano consiste de:

- em primeiro lugar, *realizar significativas e aceleradas reduções das emissões de metano*, um gás-estufa extremamente potente, embora permaneça por tempo relativamente curto na atmosfera;
- em segundo lugar, deter o desmatamento e começar o *reflorestamento*;
- em terceiro lugar, *descarbonizar o setor de energia elétrica e*, sobretudo, eliminar gradualmente a dependência em relação ao *carvão* com muito mais rapidez face ao planejado atualmente;
- em quarto lugar, eletrificar rapidamente o transporte rodoviário;
- em quinto, descarbonizar de forma acelerada a calefação de edificações e de setores "difíceis de diminuir", como o de aço, cimento, produtos químicos, aviação de longo curso e transporte marítimo; e,
- finalmente, *melhorar aceleradamente a eficiência energética*, em todo o âmbito da economia, notadamente em novas construções, mas também por meio do "*retrofit*" de muitas construções antigas.

O relatório deixa claro a maioria dessas metas ser *complexa* por envolverem interações entre múltiplos componentes. Mas elas, ao mesmo tempo, são possíveis, com o respaldo adequado fornecido por

incentivos, regulamentação, maior transparência, estímulo aos recursos financeiros necessários e assistência generosa aos países emergentes e em desenvolvimento.

Wolf adverte sobre o ponto relacionado à *alavancagem financeira*, tema deste livro: *será essencial financiar os investimentos em sistemas verdes de geração de energia elétrica no mundo em desenvolvimento*. Financiamento típico de economia de mercado de capitais por emissão de ações ou de dívida mobiliária é caro e limitado demais.

Um elemento decisivo será o risco compartilhado entre o setor privado e o setor público mundial. Bancos multilaterais de desenvolvimento têm de ocupar um papel central. Os fluxos necessários poderão totalizar US\$ 300 bilhões ao ano, soma possível de se elevar para US\$ 6 trilhões ao ano até o fim da década! Para comparação, esse valor seria mais de quatro vezes superior ao PIB brasileiro do ano 2020.

A eletrificação é fundamental, as luzes têm de continuar acessas e as residências, aquecidas. Porém, a energia elétrica deve ser fornecida de forma neutra, em termos de emissões de carbono, inclusive por *energia nuclear*, se não houver boas alternativas a ela. Isso tem de ser feito para se cumprir a meta de cortar acentuadamente as emissões até 2030.

Mas, segundo Wolf, de uma maneira ainda mais ampla, os negociadores precisam se lembrar de duas coisas mais.

Primeira, o *mecanismo de preços* não é apenas um incentivo eficaz. Pode também gerar a receita necessária para indenizar os perdedores. Mas, atualmente, os preços do carbono são, em geral, baixos demais e a cobertura, incompleta demais, como demonstra o painel interativo *on-line "carbon pricing dashboard"* do Banco Mundial, sobre *as medidas de fixação de preços ao carbono*, adotadas em todo o planeta.

Segunda, nenhum país poderá reparar isso sozinho, embora a China, os Estados Unidos, a União Europeia, a Índia e o Japão serem decisivos. Países individuais serão os pioneiros dos percursos viáveis.

Têm de ser alcançados acordos, principalmente entre a China e os Estados Unidos. No mesmo sentido, os países ricos têm de ajudar os pobres.

Os tecnólogos mostraram ser possível *descarbonizar as economias* com a rapidez suficiente. Agora os dirigentes têm de mostrar terem compreendido as implicações, agir rapidamente para se evitar a catástrofes climáticos.

Apesar do aumento das ambições climáticas dos países e dos compromissos de *emissões líquidas-zero*, a inação governamental no mundo levaria a produzir em 2030 mais do dobro da quantidade de combustíveis fósseis consistente com a meta de limitar o aquecimento global a 1,5°C neste século.

Esta, segundo Daniela Chiaretti (Valor, 20/10/21), é a principal mensagem do relatório *Production Gap Report*, estudo feito pela primeira vez em 2019 pelo Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA) e outras entidades como o *Stockholm Environment Institute (SEI)* e o *think tank International Institute for Sustainable Development (IISD)*.

O relatório mede a lacuna entre a produção planejada de carvão, petróleo e gás pelos governos e os níveis de produção global consistentes com os objetivos do Acordo de Paris. Dois anos mais tarde, o relatório de 2021 encontra a lacuna de produção praticamente inalterada.

Pelo estudo, os planos e as projeções de produção de combustíveis fósseis dos países levariam a 240% mais carvão, 57% mais petróleo e 71% mais gás em 2030 do consistente com o plano de limitar o aquecimento global em 1,5°C. A produção contínua dos combustíveis fósseis está ajudando a exacerbar a crise climática.

Nas próximas duas décadas, espera-se um aumento na produção global de petróleo e gás, e apenas uma modesta diminuição na produção de carvão. É previsto um aumento na produção de combustíveis fósseis até pelo menos 2040.

O relatório analisa os 15 maiores países produtores de combustíveis fósseis. Arábia Saudita, Estados Unidos, Rússia, Irã e México são responsáveis por aproximadamente 40% da produção de

petróleo. Também estão na lista dos grandes produtores a China, Canadá, Emirados Árabes Unidos, Venezuela, Kuwait, Brasil, Noruega, Nigéria, Iraque, Líbia, Equador, Cazaquistão e Argélia.

Em 2018, o Brasil foi o 14º país maior emissor de dióxido de carbono (CO₂), o principal gás responsável pelo efeito estufa, no mundo. Dados do *Global Carbon Atlas*, um esforço de diversas entidades científicas para medir as emissões do gás, mostram o país ter entrado na lista dos 15 maiores emissores em 2011. Em 2013, chegou a ocupar a 11ª posição. Antes da entrada do Brasil, o México era o único representante da América Latina no grupo.

Desde o início da pandemia, os países colocaram mais de US\$ 300 bilhões em novos recursos para atividades de *exploração e produção de combustíveis fósseis* – muito acima do direcionado para *energia limpa*. A exportação de petróleo é mais valiosa em termos de entrada de dólares nos países. Menos em termos de vida planetária...

Por sua vez, um terço dos bancos multilaterais e das instituições financeiras de desenvolvimento dos países do G20 adotaram políticas excludentes da produção de combustíveis fósseis nos financiamentos futuros.

“É urgente todos os financiadores públicos e privados, incluindo bancos comerciais e gestores de ativos, mudem seu financiamento do carvão para energias renováveis para promover *a descarbonização total do setor energético*”, afirmou o secretário geral da ONU ao relatório.

No entanto, o choque nos preços internacionais da energia demonstra o mundo continuar a depender dos combustíveis fósseis - mesmo em meio aos esforços para substituí-los por fontes de energia renováveis. Recentemente, a demanda mundial por petróleo, carvão e gás natural, influenciada pela combinação de condições climáticas atípicas e retomada do crescimento das economias, após a pandemia, provocou *problemas de falta de energia pelo mundo*, da China ao Brasil e ao Reino Unido.

A situação expôs *a carência dos suprimentos mundiais*. Isto ocorre enquanto os países se empenham em trocar os combustíveis fósseis por fontes de energia mais limpas, diante das preocupações com a mudança climática.

Embora o *investimento em combustíveis fósseis* esteja em queda, eles ainda representam a maior parte das fontes de energia. Os *investimentos em fontes "verdes"* não crescem rápido o suficiente para preencher a lacuna.

A demanda por eletricidade continua alta, mesmo com as cadeias de suprimento começando a ter problemas. Em alguns casos, *a geração de energia por fontes renováveis, como a eólica e a hidrelétrica, ficou abaixo da esperada*. Isto elevou ainda mais a demanda por combustíveis fósseis.

A produção mundial de petróleo encontra dificuldade para equiparar-se ao aumento de consumo nos países cuja recuperação da pandemia avança mais rapidamente. O preço do petróleo Brent, referência mundial da *commodity*, chegou a US\$ 85 por barril, nível mais alto em três anos.

A escassez de gás e carvão pressiona algumas fábricas e operadoras de usinas de energia a queimar petróleo em vez das outras duas *commodities*. No total, a Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) projeta serem necessários US\$ 11,8 trilhões em investimentos mundiais em petróleo e gás de até 2045 para atender à crescente demanda global.

Segundo relatório de setembro de 2021 da OPEP, a produção de petróleo de seus membros cobrirá 39% do consumo global em 2045, acima dos 33% atuais.

Os investimentos médios na exploração de gás e petróleo, excluindo as bacias de xisto, entre 2010 e 2015, giraram em torno a US\$ 100 bilhões por ano. Mas caíram para cerca de US\$ 50 bilhões anuais nos anos seguintes, quando as cotações despencaram.

Em 2021, os investimentos totais em petróleo e gás no mundo somarão US\$ 356 bilhões, cerca de 26% abaixo de antes da pandemia. Para cumprir as metas do Acordo de Paris sobre o clima, teriam de continuar nesse patamar pelos próximos dez anos e depois cair ainda mais, de acordo com a AIE (Agência de Informações sobre Energia dos EUA ou EIA, na sigla em inglês).

O acordo pretende limitar o aumento médio nas temperaturas mundiais a não ultrapassar 2°C em relação aos níveis pré-industriais,

preferencialmente a 1,5°C. Para atender à demanda mundial por energia, assim como às metas climáticas, os investimentos em energia limpa precisariam crescer de cerca de US\$ 1,1 trilhão neste ano para US\$ 3,4 trilhões ao ano até 2030, de acordo com AIE.

Nos últimos 20 anos, houve uma aceleração no desenvolvimento de fazendas eólicas e solares e de outras fontes de energia renováveis, por conta de o custo dessas tecnologias irem caindo, graças às *economias de escala*. Elas foram se tornando mais competitivas em comparação à geração de eletricidade por combustíveis fósseis.

A capacidade mundial de *energia renovável*, excluindo energia hidrelétrica e a de hidrelétricas reversíveis, chegou a 1,5 milhão de megawatts (MW) em 2020, de acordo com a Agência Internacional de Energia Renovável (IRENA), em comparação aos menos de 55 mil MW em 2000.

Fontes de energia mais verdes têm conquistado participação de mercado nos EUA e na Europa, ajudadas por subsídios governamentais e outras políticas destinadas a reduzir o uso de carvão, o mais sujo dos combustíveis fósseis. Em 2019, os EUA consumiram mais energia alimentada a fontes renováveis em lugar do carvão pela primeira vez desde 1885.

Projeta-se esse crescimento continuar. O mundo adicionou 280 mil MW de eletricidade renovável em 2020, alta de 45% em relação ao ano anterior, de acordo com a AIE.

Ainda assim, os fósseis representam a maior parte da geração de energia no mundo. As energias renováveis geraram cerca de 26% da eletricidade mundial em 2019, de acordo com a IRENA.

Problemas nas cadeias de suprimentos também restringem a rapidez possível do mundo expandir a geração de energia eólica e solar. A maioria dos painéis solares é atualmente produzida com energia de usinas a carvão na China. Esta fornece mais de 75% do polissilício do mundo. Alguns governos e empresas ocidentais tentam distanciar a fabricação de painéis solares do carvão, mas isso pode elevar os custos da energia solar.

Além de tornar a rede elétrica mais verde, muitos países vêm promovendo políticas para acelerar a adoção hoje muito gradual dos veículos elétricos. Isso deverá reduzir a quantidade de petróleo usado por meios de transporte, hoje respondendo por cerca de 60% da demanda pela *commodity*, segundo a AIE.

Na Europa, houve um declínio na geração de energia, em parte, devido à desaceleração atípica nas velocidades dos ventos marítimos, os preços do gás natural quase triplicaram em três meses, levando alguns fabricantes de *fertilizantes* a interromper a produção porque não podem mais produzi-lo com lucro. Na China, a falta de eletricidade provocada pelos altos preços do carvão levou as autoridades locais a reduzir o horário de atividade de algumas fabricas, afetando a *produção de semicondutores* e de outros produtos importantes de exportação.

Nos EUA, na costa oeste, a Califórnia está no meio da iniciativa de aposentar várias centrais elétricas à base de combustíveis fósseis para *descarbonizar sua rede elétrica* até 2045, como exige a lei estadual. A Comissão de Serviços Públicos de Infraestrutura da Califórnia determinou as fornecedoras de energia elétrica comprem uma quantidade sem precedentes de *energia renovável*, recursos isentos de carbono de armazenagem em baterias e outros para preencher a lacuna e acompanhar o ritmo do crescimento nos próximos anos: mais de 14 mil megawatts ou 33% da projeção do Estado da demanda de pico de verão.

Na costa leste, em Wall Street, após perder dinheiro por anos no surto de petróleo de xisto dos EUA, o qual produziu grandes volumes de combustível, mas poucos lucros, investidores e financistas clamam para as empresas limitarem os investimentos em projetos futuros e lhes pagarem retornos maiores. Essa pressão do mercado de capitais atrasou o crescimento em todos os campos de petróleo, o qual tinha sido alimentado por alavancagem financeira, durante o surto de crescimento do petróleo de xisto, quando o petróleo alcançava mais de US\$ 100 o barril.

Os novos e atualizados compromissos climáticos dos países reduzem apenas 7,5% das emissões de gases-estufa previstas para 2030, quando deveriam cortar 55% para que se garanta limitar o aquecimento da temperatura global em 1,5° C. Para limitar a

temperatura a 2o C seria necessário um corte global de emissões de 30% até 2030.

O dado pouco animador, segundo Daniela Chiaretti (Valor, 20/10/21), faz parte da 12ª. edição do relatório "*Emissions Gap*", do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA. "*The heat is on*", é o título do relatório nesta edição, algo como "O aquecedor está aceso".

A trilha dos compromissos climáticos para 2030 colocam o mundo no caminho para um aumento da temperatura de pelo menos 2,7° C neste século. Essa é a rota do desastre climático.

O secretário-geral da ONU disse à imprensa: "A lacuna de emissões representa uma lacuna de liderança. A fase de ações pela metade e promessas vazias tem de chegar ao fim".

Para se conseguir limitar o aquecimento a 1,5° C o prazo é de oito anos para se reduzir quase pela metade a emissão. São apenas oito anos para fazer os planos, colocar em prática as políticas, implementá-las e conseguir as reduções.

Foram 78 os autores do relatório. Avaliaram as promessas de emissões líquidas zero como importantes e capazes de fazer diferença. Porém, os *planos net-zero* são vagos e não estão contemplados nas NDCs, os compromissos climáticos dos países.

Cerca de 49 países, além da União Europeia se comprometeram com metas de emissões líquidas zero. Cobriria mais da metade das emissões globais, mais da metade do PIB e um terço da população global.

Compromissos líquidos a zero poderiam reduzir outros 0,5° C, se fossem robustos e se as promessas de 2030 fossem coerentes com os compromissos líquidos a zero.

O relatório de 2021 se concentra nas emissões de metano em combustíveis fósseis, resíduos e agricultura. Segundo o texto, reduzir metano poderia fechar a lacuna de emissões e reduzir o aquecimento a curto prazo. Metano é muito mais danoso se comparado ao dióxido de carbono (CO²) na atmosfera e possui vida útil menor: 12 anos em comparação com centenas de anos de duração do CO².

Há uma iniciativa internacional liderada pela União Europeia e pelos Estados Unidos de cortar as emissões de metano, mas o Brasil não faz parte.

Em pasto de pecuária, o cheiro provavelmente é metano. É um potente gás de efeito estufa. Molécula para molécula, o metano tem mais de 80 vezes o poder de aquecimento do dióxido de carbono.

Uma avaliação recente do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA) e da Coalizão Clima e Ar Limpo constatou a redução das emissões de metano relacionadas à agricultura seria fundamental na batalha contra a mudança climática.

De onde vem o metano? A agricultura é a fonte predominante – e dela vem a alimentação humana.

As emissões de animais, provenientes de esterco e liberações gastroentéricas, são responsáveis por cerca de 32% das emissões de metano causadas, indiretamente, pelo ser humano. O crescimento populacional, o desenvolvimento econômico e a migração urbana estimularam uma demanda sem precedentes de proteína animal – e com a população global se aproximando de 10 bilhões, espera-se esta fome aumentar em até 70% até 2050.

No entanto, o metano agrícola não tem origem apenas de animais. O cultivo de arroz em casca – onde campos inundados evitam que o oxigênio penetre no solo, criando condições ideais para bactérias emissoras de metano – é responsável por outros 8% das emissões relacionadas ao ser humano.

O metano é o principal contribuinte para a formação do ozônio ao nível do solo, um poluente perigoso do ar e gás de *efeito estufa*, cuja exposição causa 1 milhão de mortes prematuras a cada ano. Durante um período de 20 anos, ele é 80 vezes mais potente no aquecimento se comparado ao dióxido de carbono.

O metano tem sido responsável por cerca de 30% do aquecimento global desde a época pré-industrial. Está proliferando agora mais rapidamente, desde quando a manutenção de registros começou nos anos 80.

São necessárias *novas abordagens para o cultivo agrícola e a produção pecuária*. Isso inclui:

1. alavancar novas tecnologias,
2. mudar a alimentação para dietas ricas em plantas, e
3. adotar fontes alternativas de proteína.

O Mercado de Carbono consiste na compra de *créditos de carbono* por países sem conseguirem atingir suas metas de redução de gases causadores do *efeito estufa* daqueles com sucesso em redução das suas emissões.

Por exemplo, o Brasil ratificou o Acordo de Paris em 2016 e, então, passou a ter algumas metas:

1. Até 2025, reduzir as emissões de gases de efeito estufa em 37% abaixo dos níveis de 2005.
2. Até 2030, reduzir as emissões de gases de efeito estufa em 43% abaixo dos níveis de 2005.

Para atingir essas metas, o país deveria *aumentar a participação de energia limpa em sua matriz energética* para 18% até 2030, e também *reflorestar* 12 milhões de hectares de áreas degradadas. Como desastre ambiental provocado pela inépcia do Ministério do Meio-Ambiente, tolerante com o desflorestamento provocado pela base eleitoral do atual governante, um habitual praticante do *negacionismo* da Ciência, na prática, houve sim um tremendo retrocesso no Brasil.

O Mercado de Carbono teria potencial de reduzir custos e, assim, incentivar compromissos mais ambiciosos. Mas isso ocorreria somente se as regras fossem claramente definidas, concebidas para assegurar as transações refletirem *reduções reais de emissões*. Assim, poderia ser fonte de financiamento para mitigar e adaptar nações vulneráveis.

A pandemia levou a uma queda nas emissões globais de CO₂ de 5,4% em 2020. A previsão, contudo, é essas emissões aumentarem em 2021 para um nível apenas ligeiramente inferior ao recorde registrado em 2019. *É a retomada em V...*

Por fim, reflexo do instinto primário competitivo do ser humano, cuja ganância o torna incontrolável sem a fiscalização e o poder de

punição de agentes externos responsáveis pela proteção do meio-ambiente, os crimes ambientais estão entre os maiores geradores de lucros no mundo. Estima-se proporcionarem ganhos variando de US\$ 110 bilhões a US\$ 281 bilhões por ano a gangues criminosas, boa parte na América do Sul e Central, segundo relatório examinado na reunião do G-20 em Washington em outubro de 2021, segundo Assis Moreira (Valor, 20/10/21).

O relatório foi preparado pelo Grupo de Ação Financeira contra a Lavagem de Dinheiro e o Financiamento do Terrorismo (GAFI/FATF), e as estimativas de lucros dos criminosos são da Interpol. As três áreas de foco – crime florestal, mineração ilegal e tráfico de resíduos – representam 66%, ou 2/3 dos valores estimados.

O GAFI destaca: os crimes ambientais têm impactos muito além do custo financeiro, atingindo saúde e segurança pública, segurança humana e desenvolvimento social e econômico. Também alimenta a corrupção e converge com outros crimes graves, como o tráfico de drogas e o trabalho forçado similar à escravidão.

A primeira categoria, de *crimes florestais* (incluindo *desmatamento ilegal*) é o mais significativo em valor, gerando ganhos de US\$ 51 bilhões a US\$ 152 bilhões por ano. O Banco Mundial estima que os governos perdem algo entre US\$ 6 bilhões e US\$ 9 bilhões anualmente de arrecadação fiscal somente com o corte ilegal de madeira.

Baseado em respostas dos países ao estudo, o GAFI conclui esse tipo de crimes estar mais concentrado nas florestas tropicais na América do Sul (Brasil, Peru, Colômbia e Equador) e Central, na África, no sudeste da Ásia e em partes do leste da Europa. A madeira ilegal é transportada dessas regiões para destinações no Leste Asiático, América do Norte e Europa Ocidental. Os países consumidores são cúmplices dos países ofertantes na prática desse crime ambiental.

Por sua vez, a mineração ilegal gera algo estimado entre US\$ 12 bilhões e US\$ 48 bilhões por ano para os criminosos. Detalhe pouco conhecido: o garimpo de ouro clandestino acaba por ser fornecedor de componentes em ouro de celulares.

A mineração ilegal de ouro e diamantes é considerada uma das mais importantes fontes desse tipo de crime. A América do Sul e a África estão entre as principais áreas dessas atividades criminosas, envolvendo pedras preciosas e destinadas a pontos de refinaria em mercados globais.

Quanto ao *crime ambiental envolvendo resíduos*, gera entre US\$ 10 bilhões e US\$ 12 bilhões, anualmente, no mínimo.

Quadrilhas particularmente bem organizadas operam no comércio ilegal de lixo perigoso, incluindo lixo eletrônico contendo cádmio ou chumbo, compostos de arsênio ou amianto, ou resíduos de processos na indústria química.

A Conferência do Clima em Glasgow, realizada no fim de outubro de 2021, tinha como uma das questões centrais o combate ao desmatamento das florestas, com foco na situação da Amazônia.

Para o GAFI, as ações governamentais para detectar e interromper os fluxos financeiros provenientes de crimes ambientais não têm sido proporcionais à dimensão do problema. A entidade exemplifica, apesar dos significativos lucros envolvidos, *o foco em crimes ambientais em avaliações de risco e investigações financeiras relevantes tem sido limitado até hoje*.

Poucos países consideram os crimes ambientais em suas *avaliações de risco de lavagem de dinheiro* nacional ou setorial. A maioria dos países criminaliza apenas *alguns aspectos de crimes ambientais*, através de crimes específicos, por exemplo, o corte ilegal de toras, ou através de crimes ambientais mais gerais, por exemplo, exploração ilegal de recursos naturais.

Entretanto, a legislação e regulamentação são frequentemente redigidas de forma restrita. Excluem elementos transnacionais desses crimes, por exemplo, transporte e processamento transfronteiriço.

Em Washington, os ministros de Finanças do G-20, reunindo as maiores economias desenvolvidas e emergentes, confirmaram apoio “para reforçar recomendações do GAFI na *luta contra lavagem de dinheiro proveniente de crimes ambientais*, particularmente agindo com base nas conclusões do relatório do GAFI”.

Transformem o dinheiro em apenas Moeda Digital de Banco Central (CBDC) e... “sigam o dinheiro”! Inviabilizem os paraísos fiscais!

Bem criticou a jovem ativista sueca Greta Thunberg, no dia 28 de setembro de 2021, o “blá-blá-blá” de líderes mundiais nos últimos 30 anos. Ela discursou na cidade italiana de Milão para milhares de jovens de mais de 190 países, em evento antecedente a COP 26.

Greta cobrou menos cartas de intenções e mais ações efetivas para conter os efeitos das mudanças climáticas.

Riscos Sociais, Ambientais e Climáticos

Neste último tópico do último capítulo, vou resumir como o Banco Central do Brasil (BCB) está agindo para fortalecer o sistema financeiro nacional contra possíveis impactos do risco social, do risco ambiental e do risco climático. Informações sobre a atuação do BCB em outras iniciativas sociais, ambientais e climáticas, além das iniciativas regulatórias, podem ser encontradas no Relatório de Estabilidade Financeira de outubro de 2020. Aqui, usarei do último: outubro de 2021.

Esses riscos ameaçam a estabilidade do sistema financeiro no Brasil e no mundo. Em especial, há evidências de eventos climáticos, como secas, inundações, ciclones e mudanças nos padrões de temperatura, estejam ocorrendo de forma cada vez mais frequente e intensa.

As discussões sobre o assunto tornaram-se ainda mais relevantes com a pandemia de Covid-19, diante do reconhecimento de eventos sistêmicos possuírem alta probabilidade de desencadear crises severas. Trata-se de identificar medidas de prevenção aos novos riscos.

Em linha com a agenda internacional, o BCB avança na implementação proativa de ações regulatórias, com o objetivo de fortalecer a estabilidade do sistema financeiro.

Os riscos sociais, ambientais e climáticos são ameaça relevante à estabilidade financeira. Para além da possibilidade de perdas para

instituições individuais, *impactos de eventos associados a esses riscos podem se materializar sistemicamente*, a depender da sua natureza e magnitude e da concentração das exposições do sistema financeiro.

Há possibilidade de *perdas diretas*, como de reputação e fracasso de estratégia, e de *perdas indiretas*, associadas aos demais riscos tradicionais, como o risco de crédito, o risco de mercado, o risco operacional e o risco de liquidez.

Os riscos sociais, ambientais e climáticos abrangem três grupos de eventos distintos, mas correlacionados. Podem afetar a estabilidade financeira por diferentes canais de transmissão.

- *Definição do risco social*: consiste na possibilidade de perdas ocasionadas pela violação de direitos e garantias fundamentais ou por atos lesivos a interesse comum.
- *Definição do risco ambiental*: é a possibilidade de perdas ocasionadas pela degradação do meio ambiente, inclusive pelo uso excessivo de recursos naturais.
- *Definição do risco climático* – de transição e físico:
 1. o de *transição* é a possibilidade de perdas decorrentes do processo de transição para uma economia de baixo carbono, onde a emissão de gases do efeito estufa é reduzida ou compensada, e os mecanismos naturais de captura desses gases são preservados;
 2. o *físico* é a possibilidade de perdas decorrentes de intempéries frequentes e severas ou de alterações ambientais de longo prazo, possíveis de ser relacionadas a mudanças de padrões climáticos.

Mudanças legais, regulatórias ou de atuação governamental bem como novas tecnologias e novos padrões de consumo decorrentes de questões sociais, ambientais e climáticas podem alterar a alocação de recursos na economia. Essa alteração pode ocorrer entre setores ou entre firmas de um mesmo setor e acarretar o surgimento de ganhadores e de perdedores, impactando as instituições financeiras, a depender da concentração de suas exposições.

A degradação do meio ambiente, como desastres ambientais, as condições climáticas extremas, como secas, fortes chuvas, inundações e furacões, e as alterações ambientais de longo prazo, como desertificação e elevação do nível do mar, podem atingir as empresas, as famílias e, conseqüentemente, as instituições financeiras.

Nas *empresas*, impactos podem ocorrer por meio de danos aos ativos, interrupção na produção, queda na demanda ou falha em algum elo da cadeia produtiva ou do sistema operacional. As *famílias* também podem ser atingidas por meio de redução da renda, perda de emprego ou perdas patrimoniais.

O resultado é redução de receita, aumento de custos e perda de liquidez.

A *deterioração da condição financeira dos clientes*, ou seja, das famílias e das empresas, pode impactar o sistema financeiro, do qual todos são componentes, por meio de:

- atrasos ou interrupções no pagamento dos empréstimos, além da
- depreciação de ativos utilizados como garantia de empréstimos e financiamentos (*risco de crédito*).

Perdas no setor real levam a revisões muitas vezes abruptas nos preços ou cotações dos ativos financeiros (*risco de mercado*). Bancos podem enfrentar dificuldades em suas fontes de captação, em diferentes horizontes de tempo (*risco de liquidez*). Além disso, também podem ser impactados por descontinuidade de suas operações, com a necessidade de acionamento de planos de contingência (*risco operacional*).

Questões sociais, ambientais e climáticas também podem:

1. impactar a reputação das instituições ou
2. resultar no seu envolvimento em ações judiciais.

Como visto, diversos fóruns internacionais têm discutido e buscado formular recomendações relativas a riscos ambientais, sociais e climáticos. Notadamente para o *risco climático*, há debates e

recomendações para a divulgação de informações sobre o tema, com destaque para os esforços conduzidos pela *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) e pela *Network of Central Banks and Supervisors for Greening the Financial System* (NGFS).

Iniciativas adicionais no *âmbito prudencial* estão em discussão em outros fóruns internacionais, como no Comitê de Basileia para Supervisão Bancária (BCBS, na sigla em inglês).

Paralelamente às discussões internacionais, jurisdições ao redor do mundo estão tomando a dianteira e implementando reformas regulatórias.

TCFD é uma força-tarefa coordenada pelo setor privado, criada em dezembro de 2015 pelo Comitê de Estabilidade Financeira (FSB, na sigla em inglês). Suas recomendações facultativas, mais voltadas a instituições mais complexas, têm como objetivo a divulgação de informações claras, comparáveis e consistentes sobre riscos e oportunidades de negócios associados às mudanças climáticas.

Em 2020, a TCFD publicou relatório sobre o grau de alinhamento das empresas às recomendações propostas em 2017. As recomendações da TCFD e o relatório de avaliação do grau de alinhamento podem ser encontrados nestes endereços na internet, respectivamente: <https://www.fsb.org/2017/06/recommendations-of-the-task-force-on-climaterelated-financial-disclosures-2/> e <https://www.fsb.org/2020/10/2020-status-report-task-force-on-climate-related-financial-disclosures/>.

Os resultados mostraram *baixa adesão às recomendações em diversos setores*, participantes do sistema financeiro. Isso vem motivando Bancos Centrais e reguladores, entre eles o BCB, a incluírem as recomendações da TCFD em seus arcabouços regulatórios de forma obrigatória, dada a sua relevância para a disciplina de mercado.

A NGFS é um grupo de oito Bancos Centrais e supervisores financeiros criado em 2017 para tratar de questões relacionadas às mudanças climáticas. Esse grupo objetiva fortalecer a resposta global no cumprimento dos objetivos do Acordo de Paris, em dezembro de 2015, incentivando a melhoria na gestão de riscos financeiros e na

alocação de recursos em investimentos promotores do desenvolvimento sustentável.

Em relatório denominado “*Call for action*”, de abril de 2019, a NGFS também encoraja a divulgação, por instituições financeiras, de informações alinhadas às recomendações da TCFD. O documento *Call for Action* pode ser encontrado em:

https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/synthese_ngfs-2019_-_17042019_0.pdf.

Algumas jurisdições estão adiantadas nas reformas regulatórias.

O Bank of England (BoE), por meio da *Prudential Regulation Authority*, adotou, em abril de 2019, sua primeira iniciativa voltada para o sistema bancário e o setor de seguros, relativamente ao *gerenciamento de riscos financeiros associados às mudanças climáticas*, por meio da publicação de declaração de supervisão. Esse documento também apresenta as expectativas acerca da divulgação de informações alinhadas às recomendações da TCFD.

O BoE segue a abordagem “*comply or explain*”, ou seja, a instituição deve implementar a boa prática ou explicar as razões da não implementação.

O European Central Bank (ECB) publicou, em novembro de 2020, um guia sobre as expectativas de supervisão relacionadas à gestão dos riscos ambientais e climáticos, observando as regras prudenciais já vigentes. Esse guia também apresenta expectativas acerca da divulgação de informações sobre risco climático, alinhadas às recomendações da TCFD.

A European Banking Authority (EBA), por meio de consulta pública, publicada em março de 2021, inseriu a divulgação de *informações qualitativas* para o tratamento dos riscos social, ambiental e de governança (ESG, na sigla em inglês) bem como de *informações quantitativas* específicas sobre o risco climático, incluindo as métricas utilizadas.

Para interessado, baixe o documento em:

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.202011finalguideonclimate-relatedandenvironmentalrisks~58213f6564.en.pdf>.

A Nova Zelândia foi o primeiro país a adotar de forma obrigatória a divulgação de informações alinhadas à TCFD, em setembro de 2020.

No Brasil, o BCB vem atuando no regramento de aspectos sociais, ambientais e climáticos de forma dinâmica ao longo dos últimos anos. O REF out 2021 apresenta um histórico:

2008 – Estabelecimento de medidas de caráter procedimental, no âmbito do crédito rural. A medida condicionou a concessão de financiamento para atividade agrícola e pecuária no bioma amazônico à comprovação documental da regularidade ambiental do empreendimento financiado.

2014 – Estabelecimento de regras de gerenciamento do risco socioambiental e de política de responsabilidade, aplicáveis a todos os tipos de operação. A medida determinou, para todas as instituições do sistema financeiro, de forma proporcional aos riscos e à natureza das operações, a elaboração da Política de Responsabilidade Socioambiental, com princípios e diretrizes para nortear as ações de natureza socioambiental nos negócios da instituição e na sua relação com as partes interessadas.

2017 – Inclusão do risco socioambiental no rol de riscos sujeitos ao gerenciamento integrado. O gerenciamento passou a considerar, além dos riscos individuais, os efeitos adversos resultantes das interações entre eles, incluindo interações com o risco socioambiental. Também foi incluído o tratamento do risco socioambiental nas regras para a estrutura de gerenciamento simplificado de riscos das instituições de menor complexidade.

O risco socioambiental também foi incluído no processo interno de avaliação de suficiência de capital conduzido por instituições mais complexas. A Circular BCB 3.846, de 2017, é aplicável para instituições enquadradas nos segmentos S1 e S2.

Nesse processo, deve ser avaliada, de maneira idiossincrática (incomum), a exposição a todos os riscos e a necessidade de

alocação de capital em níveis superiores ao mínimo. Tal avaliação é sujeita a crítica pela supervisão do BCB.

2021 – Recentemente, foram concluídas iniciativas de aprimoramento regulatório, no âmbito da dimensão “Sustentabilidade” da Agenda BC#.

Além da inclusão da ótica climática na regulação financeira, o objetivo das novas medidas é fortalecer o arcabouço normativo em vigor e manter continuamente um sistema financeiro prudente e sólido na condução de suas atividades.

No âmbito das *regras prudenciais*, as iniciativas desdobraram-se na edição das seguintes peças normativas:

1. Resolução CMN 4.943, de 2021, e Resolução CMN 4.944, de 2021: reforço dos requisitos da estrutura de gerenciamento dos riscos sociais, ambientais e climáticos. Além da redefinição do risco social e do risco ambiental, foi incluída a definição de risco climático, com exemplos claros, mas não exaustivos, de eventos de risco.

Passam a se aplicar aos *riscos sociais, ambientais e climáticos* requisitos já estabelecidos para os *riscos tradicionais*, como a sua inclusão na Declaração de Apetite por Riscos, nos testes de estresse e no plano de continuidade de negócios. Também são incorporados requisitos específicos para o tratamento desses riscos.

2. Resolução CMN 4.945, de 2021: novos requisitos para o estabelecimento de uma Política de Responsabilidade Social, Ambiental e Climática (PRSAC) pelas instituições financeiras. A PRSAC é um conjunto de princípios e diretrizes de natureza social, ambiental e climática a ser observado pela instituição na condução dos seus negócios, das suas atividades e dos seus processos, bem como na sua relação com as partes interessadas.

Mais compatíveis com a nova realidade, as políticas de responsabilidade tendem a ser um importante instrumento para reputação e orientação estratégica, de modo as instituições conduzirem os seus negócios positivamente rumo a uma *economia mais sustentável e inclusiva*, reduzindo, assim, possíveis impactos negativos decorrentes do processo de adaptação.

3. Resolução BCB 139, de 2021: estabelecimento de requisitos para a divulgação do Relatório de Riscos e Oportunidades Sociais, Ambientais e Climáticas (GRSAC). Divulgação de informações sobre o tratamento do risco social, do risco ambiental e do risco climático pelas instituições financeiras.

A iniciativa é inspirada nas recomendações da TCFD e objetiva a disponibilidade de informações claras e comparáveis, contribuindo para a promoção da *disciplina de mercado*.

No âmbito das regras setoriais, foram consolidados os requisitos sobre impedimentos à contratação de operações de crédito rural em razão de dispositivos legais ou infralegais atinentes a questões sociais, ambientais e climáticas, por meio da Resolução BCB 140, de 2021.

O REF out 2021 apresenta a abordagem complementar e específica para os *riscos do crédito rural*.

O BCB, no papel de regulador do sistema financeiro, atua também na mitigação dos riscos relacionados ao financiamento à economia rural. Essa atuação se dá por meio da regulamentação de todo o crédito rural do sistema financeiro, alinhado aos dispositivos legais e infralegais vigentes relacionados aos aspectos sociais, ambientais e climáticos das operações de crédito.

O BCB atua também de forma ativa na implementação de modelos de fiscalização por parte das instituições financeiras, e de supervisão por parte do BCB, com a utilização de localização geoespacial, sensoriamento remoto e inteligência artificial (Resolução CMN 4.895, de 2021) na *identificação de riscos sociais, ambientais, e climáticos associados a financiamentos rurais*.

O BCB dispõe de um grande volume de informações sobre as operações de crédito rural. São registrados anualmente cerca de dois milhões de operações de crédito rural no Sistema de Operações do Crédito Rural e do Proagro (SICOR).

Somam mais de R\$ 180 bilhões em valores contratados. No registro das operações, são coletadas informações em 270 campos de dados, sujeitos a 1.300 verificações.

Diversos desses campos trazem informações sobre como as operações de crédito rural impactam a sustentabilidade social, ambiental e climática de cada operação.

O SICOR está evoluindo para transformar-se em um Bureau de Crédito Rural Sustentável. Por meio da integração de diversas bases de dados governamentais, a implementação de controles desde a concessão do crédito rural permitirá não apenas otimizar a atuação da supervisão do BCB relativa a aspectos sociais, ambientais e climáticos, como também *ampliar a quantidade de dados disponíveis a todos os agentes do mercado do agronegócio*, reduzindo o risco de crédito das operações.

As informações relativas às operações sustentáveis permitem ainda sua utilização por *certificadoras de títulos de crédito verdes*, agências de *rating* especializadas nos critérios ESG e prestadores de serviços contratados para auditar a aderência de empreendimentos a requisitos sociais, ambientais e climáticos.

Considerações Finais

Na primeira parte deste livro, resumi o relatório da OCDE para estudar *os efeitos da alavancagem no risco sistêmico*, em um modelo de mercado financeiro baseado em agentes heterogêneos, porém em certas circunstâncias se agrupando em comportamentos miméticos. *Mimetismo* é a capacidade de adaptação de animais, inclusive os humanos, de imitar características de espécies parecidas.

Essa abordagem, ao contrário das abordagens tradicionais de gestão de risco, permite entender os mecanismos de mercado possível de levar a auges (*boom*) e quedas (*crash*) em grande escala, contaminando todos os mercados em risco sistêmico.

Embora o modelo seja formulado em termos de agentes atuantes no mercado financeiro, a essência de seus achados, segundo o autor Stefan Thurner, pode ser transferida para escalas nacionais. Isso se torna especialmente importante devido ao envolvimento ativo dos governos nos mercados financeiros.

Os governos fazem investimentos alavancados de pelo menos duas maneiras. Em primeiro lugar, eles *emitem dívida*, para cumprir seu papel tradicional de financiamento de infraestrutura, incentivos econômicos, inovação, educação, etc. Em segundo lugar, vários governos optaram por se envolver diretamente em *especulações altamente alavancadas nos mercados financeiros*, resgatando instituições financeiras, aumentando assim a dívida pública.

Esses “investimentos” alavancados visam executar o “afrouxamento monetário” ao recomprar títulos de dívida pública, vendidos antes para as carteiras de bancos, na operação salvamento. Certos participantes do mercado temem o risco fiscal de governos perderem o controle: seja por iliquidez e colapso econômico, seja por mudanças políticas imprevisíveis, dada a pressão de grupos de interesse, usando a agitação social como meio para se satisfazer.

O relatório da OCDE discute as consequências imediatas das conclusões em termos de possíveis implicações de política para a regulamentação dos mercados financeiros. Finalmente, ele aponta uma série de questões de pesquisa a serem abordadas para se

tornarem capazes de monitorar e gerenciar racionalmente os riscos sistêmicos.

Stefan Thurner chama a atenção, sob o ponto de vista científico, sobre duas questões, uma relacionada aos *dados*, outra à *modelagem*. Primeiro, a dificuldade de agregação e adaptação específicas de dados específicos da rede financeira sob padrões de qualidade estritos. Em segundo lugar, os modelos do mercado financeiro baseados em agentes (MBA), como o aqui apresentado, devem ser estendidos de maneira transdisciplinar para incorporar modelos da economia real.

Isso é necessário para obter uma compreensão dos possíveis mecanismos de *feedback* entre o sistema financeiro e o sistema produtivo. O estudo desses mecanismos ainda inexplorados pode revelar percepções inesperadas no desenrolar da crise e pode fornecer pontos de partida para seu gerenciamento ou prevenção.

Por fim, o relatório conclui mostrando como um *novo esquema de regulação*, baseado na transparência total da carteira de todos os atores financeiros relevantes, abriu uma forma natural de contornar os mecanismos de *feedback*, em processo de alavancagem financeira, revelados estar na raiz da crise. O esquema de regulação apresentado prega uma nova cultura de avaliação de risco entre a maioria dos agentes financeiros, levando a uma *gestão de risco sistêmico autorregulável* e, ao mesmo tempo, evitando os *problemas de risco moral*, criados por agências de avaliação de risco e classificação externas.

Na segunda parte deste livro, fiz o estudo de caso do Brasil. Recuperei uma série de meus artigos para demonstrar, *quantitativamente*, a concentração da riqueza financeira per capita ter se agravado, desde o ano do golpe, e, *qualitativamente*, o viés da auto atribuição de riqueza imobiliária (e imobilizada) ser um efeito colateral esperado da alavancagem financeira ocorrida no mercado imobiliário.

Ocorre ainda um processo de *estagdesigualdade* na economia brasileira: estagnação do fluxo de renda e concentração do estoque de riqueza. Esta acumulação de riqueza financeira se deu, em uma primeira fase (2016-2018), com juros compostos em renda fixa, e em

uma segunda fase (2019-2021) em especulação com ações. A política de juros foi decisiva em uma e outra.

A administração de recursos de terceiros em fundos mereceu também minha atenção, inclusive por conta de o *crash* de março de 2020, quando se iniciaram a pandemia e o consequente distanciamento social, ter provocado Efeito Pobreza. Foi devido à *marcação-a-mercado* (MtM) das debêntures, divulgadas como fossem “as substitutas do BNDES”, ter levado à perda nominal dos valores das cotas dos Fundo de Crédito Privado (FCP) e até mesmo de Fundos DI com debêntures pós-fixadas em suas carteiras sem os investidores terem conhecimento.

Então, um efeito colateral do *crash* foi a perda de credibilidade da chamada “indústria de fundos” por parte de certos investidores prudentes. Optaram massivamente para redirecionar recursos para CDBs de grandes bancos, pagando 100% do CDI quando estava próximo de 2% aa – e sem MtM.

Analisei também, detalhadamente, a evolução desigual da riqueza financeira dos três segmentos de clientes: Varejo Tradicional, Varejo de Alta Renda e *Private Banking*. Durante o primeiro ano de pandemia (março de 2020-março de 2021), na área de riqueza financeira, os clientes ricos como um todo enriqueceram mais 43%, enquanto os clientes da classe média aumentaram sua fortuna em mais 16%, ou seja, a desigualdade se elevou em ritmo quase três vezes maior.

Isso se agravou com os ricos aumentando seus investimentos em ações, diretamente ou via fundos, de 20% para 37% da carteira de ativos. Mas todos os trabalhadores com renda acima do teto do INSS (R\$ 6.433,57 em 2021) têm preferência por investimentos financeiros prudentes, em renda fixa, atendendo ao motivo aposentadoria. Em consequência, *a taxa de juro negativa em termos reais agravou a desigualdade*: este é um paradoxo na mistura entre economia de endividamento e economia de mercado de capitais.

No quarto capítulo, pesquisei a geração de *funding* do crédito. Este é outra aparente contradição não percebida pelos denunciadores da “financeirização”. Embora os investimentos financeiros possam provocar concentração de riqueza, é uma “denúncia vazia” – e

contraditória – a acusação de desvio de dinheiro do mercado de bens e serviços para o mercado financeiro.

No quinto capítulo, examinei como a regulação da razão de alavancagem foi implementada pelo Banco Central do Brasil para responder à avaliação de risco da bancarrota. Informei a respeito da possibilidade de uso de contingente conversível (IHCD), para complementar o Patrimônio de Referência (PR) sob a ótica do Acordo de Basiléia III. Apresentei os conceitos e as metodologias usadas e um exemplo numérico da regulamentação do Banco Central sobre os “*big five*” bancos brasileiros.

No último capítulo, dediquei-me ao exame da Agenda 21 sobre a responsabilidade socioambiental do sistema bancário. Para isso, recordei uma breve história do surgimento da consciência ambientalista e um estudo de caso: o da Agenda 21 do Banco do Brasil.

Para complementar, resumi “os temas da hora”, inclusive o *greenwashing*, isto é, é a prática de anunciar posturas “verdes” com mais apelo de *marketing* em lugar de ter um impacto efetivo. Misturei a avaliação dos riscos 3C (covid, cripto e clima) com a dos riscos sociais, ambientais e climáticos.

No Prefácio, usei metaforicamente o conto de fadas “O Gênio da Garrafa”. Retomo-o para concluir.

O “gênio liberto da garrafa”, isto é, o sistema econômico-financeiro não se compõe de setores à parte, de um lado, setor produtivo, de outro, setor financeiro. Enquanto visto e analisado como sistema complexo, ele emerge a partir de interações de um conjunto de componentes. Observá-lo, de maneira holista, possibilita identificar *padrões de comportamentos coletivos* quando seus diversos agentes interagem.

Em uma economia de mercado de capitais, há tipicamente três passos para obter o capital necessário a dar suporte à alavancagem do negócio – e o enriquecimento pessoal.

O primeiro é o uso de dinheiro de outras pessoas em benefício próprio: conseguir associados, manter gestão e participação acionária com divisão de lucros ou prejuízos.

O segundo é a abertura de capital: IPO (Oferta Pública Inicial) de parte minoritária com cotação atribuída por mercado de ações.

Finalmente, chega a oportunidade de tomar dinheiro emprestado para fusões e aquisições de concorrentes, obtendo a elevação do valor de mercado de suas ações e o enriquecimento dos sócios-fundadores.

O processo de alavancagem financeira é o segredo do negócio capitalista: somar capital de terceiros ao capital próprio. Basta o maior lucro operacional, obtido com a elevação da economia de escala, ser superior aos juros (e demais despesas financeiras), para tornar mais rentável a aposta na tendência firme de alta do preço de algum ativo, seja financeiro, seja imobiliário ou produtivo.

Ativos são as distintas formas de manutenção de riqueza ao longo do tempo. Seus estoques são elevados ou rebaixados, seja com o recebimento de novos fluxos de rendimentos – juros compostos, por exemplo –, seja com as sucessivas reavaliações subjetivas predominantes nos mercados secundários. São as cotações de imóveis, automóveis, ações, divisas estrangeiras, “investimentos em paixões”, etc.

“Recolocar o gênio na garrafa” exige o protagonismo do Estado com um novo esquema de regulação em lugar da autorregulação do livre-mercado desincrustado da sociedade. É baseado na transparência total da carteira de todos os atores financeiros relevantes, para *limitar a razão de alavancagem*. Seria a forma de controlar os mecanismos de *feedback*, em processo de alavancagem financeira, revelados estar na raiz da crise.

Ao fazer essa alavancagem, os empreendedores geram empregos para a classe trabalhadora, caso não a utilizem apenas para adquirir robôs e automação, dispensando os trabalhadores. De acordo com Karl Marx, essa tendência inexorável do desenvolvimento capitalista – a queda tendencial da taxa de lucro produzindo ao mesmo tempo o aumento tendencial da massa de lucro – engendra

contradições agudas e crescentes no processo de produção e reprodução do sistema.

A substituição do capital variável (trabalhadores capazes de produzir mais-valia) por capital constante (máquinas classificadas como “capital morto”), matematicamente, eleva a produtividade do trabalho sobrando. Mas a maior massa de lucro é apropriada e dividida mais entre os acionistas recebedores de dividendos e menos em Participações em Lucros e Resultados (PLR) pelos ainda empregados, inclusive os executivos não premiados pelo desempenho com *stock options*.

Seria de esperar, a ESG favorecer crescentemente uma distribuição do excedente cada vez mais ampla através de ações, propiciando aos trabalhadores incentivo fiscal para investir via fundos de pensão (fechados ou abertos) no mercado de ações? Seria essa evolução sistêmica um *capitalismo coletivo* ou um *socialismo de ações*?

A essência dessa revolução econômica e institucional, nesse sentido, seria possível por um enorme aumento de produtividade propiciada pela 4ª. Revolução Tecnológica. Haveria a coletivização maciça da propriedade de empresas abertas, dedicada à produção, através da distribuição de ações, acompanhada do enfraquecimento do controle centralizado por decisões individuais em favor da autogestão.

Isso provocaria a dissociação entre a riqueza acionária e a administração ativa. Haveria pressão crescente para se fazer uma distribuição maior dessa riqueza acionária passiva.

Nesse novo modo de vida, com menor jornada de trabalho semanal propiciada pelo aumento da produtividade, afirmar-se-ia o direito individual de viver e consumir como quiser, caso não prejudique os demais cidadãos sob o mesmo ecossistema. O modo de produção do capitalismo – com “o gênio da garrafa” fazendo a exploração da força do trabalho – seria superado por esse novo modo de vida em uma evolução sistêmica.

Na “desocupação criativa”, não viveríamos à espera do tempo vazio do lazer passivo e da aposentadoria, mas sim usufruiríamos do tempo liberado para uma vida ativa de outra natureza. A transição

para esse novo modo de vida supõe uma ação consciente ao mesmo tempo no nível da sociedade civil organizada (famílias, associações, cooperativas, etc.), do movimento dos trabalhadores sindicalizados, das forças políticas e do Estado.

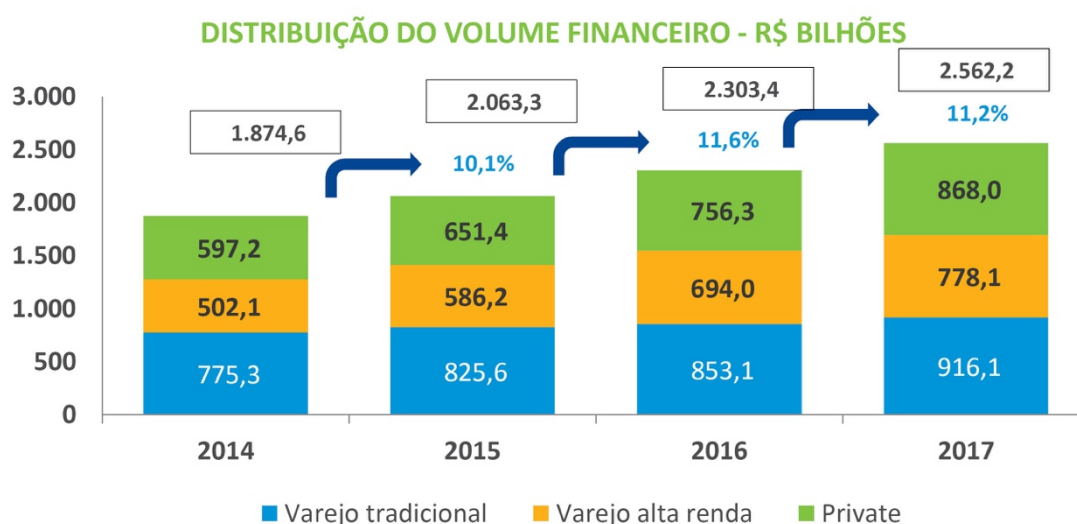
Com o avanço da produtividade da 4ª. Revolução Tecnológica será possível a redução da jornada de trabalho semanal para quatro dias úteis, mantendo-se a remuneração mensal. Aliás, a experiência do *Home Office* no "laboratório do distanciamento social", com o trabalho à distância, provou aumentar mais a produtividade pela concentração nas tarefas sem a dispersão do tempo perdido em trânsito poluidor e conversas fiadas com colegas. Um dia livre a mais na semana poderia ser usado para o *lazer criativo*, inclusive em educação complementar para elevação da cultura geral.

Apêndice. Evolução da Riqueza Financeira dos Segmentos de Clientes segundo ANBIMA

No fim de 2017, o total de recursos alocados nos segmentos *Private* e Varejo, desconsiderando as aplicações em Previdência Aberta (anteriormente considerada apenas no *Private Banking*), alcançaram R\$ 2,6 trilhões, um crescimento de 11,2% em relação à posição no fim de 2016.

O segmento de Varejo Tradicional ainda concentrava a maior parte dos recursos, com volume de R\$ 916,1 bilhões e um crescimento de 7,4% em comparação ao ano anterior. Já os segmentos de varejo Alta Renda e *Private* alcançaram R\$ 778,1 bilhões e R\$ 868 bilhões¹, respectivamente, mas com crescimentos mais expressivos em 2017, de 12,1% e 14,8%.

Esse movimento se justifica pela maior diversificação dos investimentos desses dois segmentos, frente a um cenário de menores taxas de juros, em comparação ao Varejo Tradicional. Este ainda mantém expressivo volume de recursos alocado em aplicações mais conservadoras, como a caderneta de poupança.



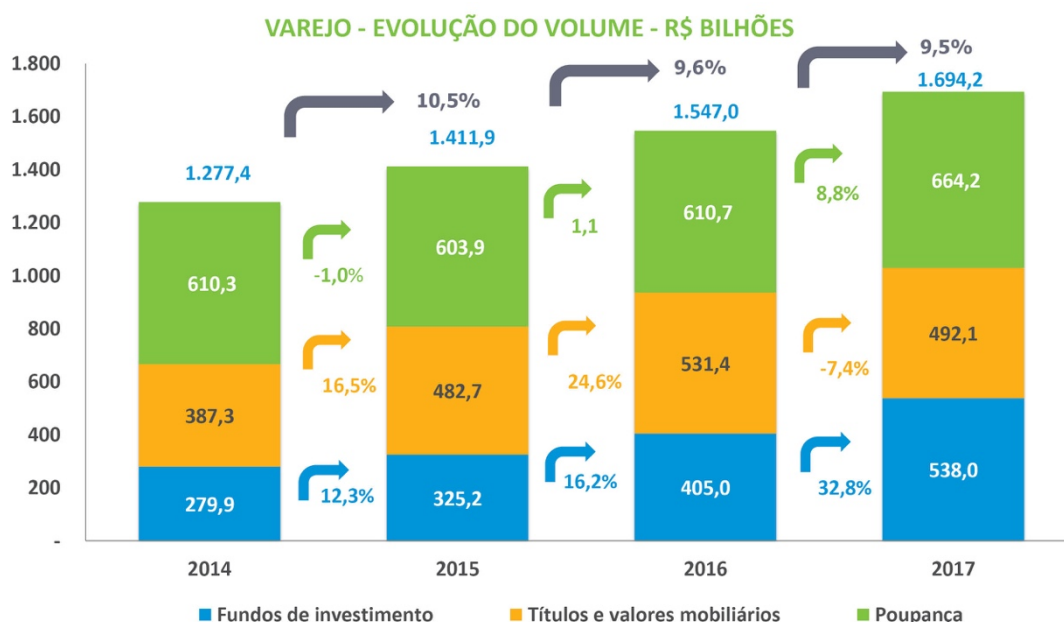
Quanto à alocação por instrumentos, em 2017, houve uma importante alteração na distribuição dos recursos e a maior parte deles, 38,4%, passou a ser alocada em Fundos de Investimentos, com um crescimento de 27% em comparação a 2016. Ao mesmo tempo, houve redução de 1% das aplicações em Títulos e Valores Mobiliários, onde também estão computadas as operações

compromissadas, responsáveis por esse resultado. As aplicações em Depósitos de Poupança responderam por 26% do volume total e tiveram crescimento de 9% em 2017.

No segmento Varejo, houve crescimento de 9,5% dos recursos aplicados e de 5,9% do número de contas. Cresceram em todas as regiões do país.

Embora as alocações em Depósitos de Poupança ainda respondam pela maior parte dos recursos (39,2%) e, principalmente, do número de clientes (85%) – reflexo do perfil do Varejo Tradicional – houve expressivo aumento das aplicações em Fundos de Investimentos (32,8%), puxadas principalmente pelos Fundos Multimercado. Cresceram 117,1% no ano.

Em contrapartida, houve queda nas aplicações em Operações Compromissadas (43,8%), em LCAs (40,2%) e LCIs (10,1%). Refletiram as mudanças regulatórias das Compromissadas, a menor atratividade dos instrumentos de renda fixa e a menor oferta de ativos agrícolas e imobiliários, por falta de lastro.



No segmento de *Private Banking*, com a inclusão dos recursos de Previdência Aberta ou Complementar, o volume registrou alta de 15,3%, enquanto os grupos econômicos cresceram 4,7% em 2017. Entre os instrumentos, as variações mais expressivas foram o

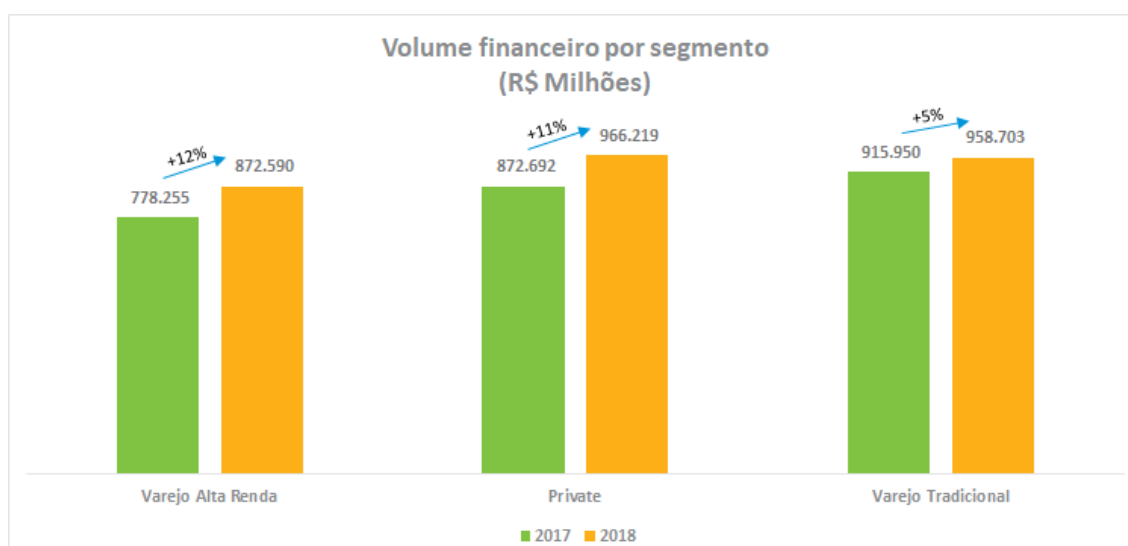
aumento das aplicações em Fundos de Ações (117,1%), em ativos de renda variável (38,8%) e em Previdência Aberta (27,6%).

Esse movimento refletiu a busca dos investidores por maior rentabilidade. Apenas a carteira de ativos de renda fixa teve queda em 2017, devido à menor alocação em títulos bancários (-24%) e em ativos com lastro imobiliário (-3%).

Contudo, entre os Títulos e Valores Mobiliários, os títulos isentos com lastro agrícola (41,4%) e imobiliário (20,2%) continuaram respondendo pela maior parte da carteira. Já entre os Fundos de Investimentos, os multimercados concentraram as aplicações do segmento *Private*, com participação de 58,3% do total.

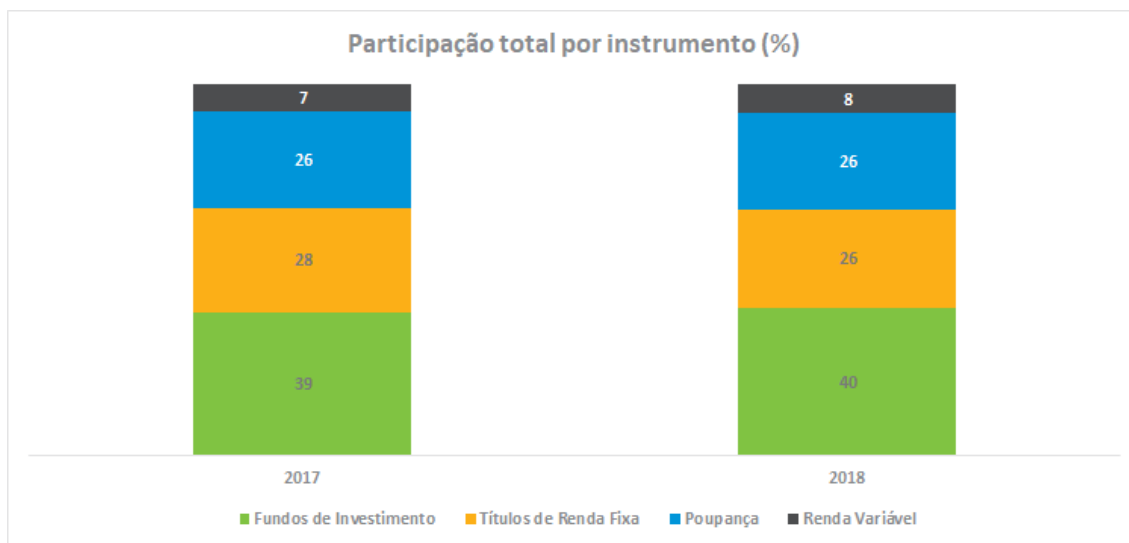
Houve crescimento das alocações em Fundos de Ações. Passaram de 5% em 2016 para 8,9% em 2017, um movimento com tendência de se ampliar em um cenário de juros baixos e retomada do crescimento.

O total de recursos alocados nos segmentos *Private* e Varejo, sem considerar os recursos destinados à Previdência do segmento *Private*, alcançou R\$ 2,8 trilhões em dezembro de 2018, um incremento de 9% em relação a 2017. Dentro dos três segmentos o Varejo Alta Renda apresentou o maior crescimento no ano, de 12%, totalizando R\$ 872 bilhões, seguido pelo *Private* com variação de 11% e estoque de R\$ 966,2 bilhões. O Varejo Tradicional registrou elevação de 5% de crescimento encerrando o ano com R\$ 958,7 bilhões.



No volume financeiro por aplicações a participação de cada tipo se manteve estável. Os Fundos de Investimento representaram 40% dos ativos, e os títulos de renda fixa empataram com a poupança, 26% da carteira.

Dentro dos Fundos de Investimento, o volume alocado em Fundos de Ações apresentou crescimento de 57% em relação a 2017, totalizando R\$ 82,9 bilhões contra R\$ 52,9 bilhões em 2017. Nos títulos de renda fixa, o ativo com o maior aumento em relação a 2017 foram as *debêntures* (elevação de 20%), acumulando R\$ 31,1 bilhões.



No segmento Varejo Tradicional, os Depósitos de Poupança ainda continuaram como o principal destino de investimento, representando 65% da carteira. Os Fundos de Investimento apresentaram a maior variação de estoque de 10%, a maior no ano. Entretanto essa categoria manteve sua participação praticamente estável em relação ao ano anterior, saindo de 17% em 2017 para 18% em 2018, puxado pelos investimentos em fundos de renda fixa.

No segmento Varejo Alta Renda, os Fundos de Investimento mantiveram-se na liderança representando 49% da carteira. Além disso, captaram 45% do total do segmento e encerrou o ano com um aumento de 11,1% em relação a 2017. Somente os Fundos Multimercados foram destino de 53% de todo os novos investimentos em fundos, o equivalente à R\$ 22,6 bilhões

O segmento *Private*, agora considerando os recursos destinados à Previdência, encerrou 2018 com R\$ 1,1 trilhão, elevação de 12%

em relação a 2017. Os principais ativos nesse foram os Fundos de Investimento, representando 48% dos ativos, e os títulos de renda fixa, com 27% de participação, com destaque para as *debentures incentivadas*. Elas já representavam quase 70% do total deste ativo. Os recursos alocados em Previdência apresentaram a maior variação, com crescimento de 19% no ano.

O estoque total nos segmentos *Private* e *Varejo*, considerando os recursos destinados à previdência aberta no *Private*, alcançou R\$ 3,3 trilhões em dezembro de 2019, crescimento de 12% em relação a 2018. O segmento *Private* apresentou o maior crescimento no ano, 20,9%, totalizando R\$ 1,3 trilhão, mas quando desconsideramos os recursos destinados à Previdência o crescimento fica quase igual, 21%.

Já os segmentos *Varejo Alta Renda* e *Tradicional*, não contemplando os recursos destinados à Previdência Aberta, registraram elevação de 13,2% e 1% em 2019, respectivamente. Isso resultou em estoques de R\$ 987,9 bilhões e R\$ 968,3 bilhões, nesta ordem.

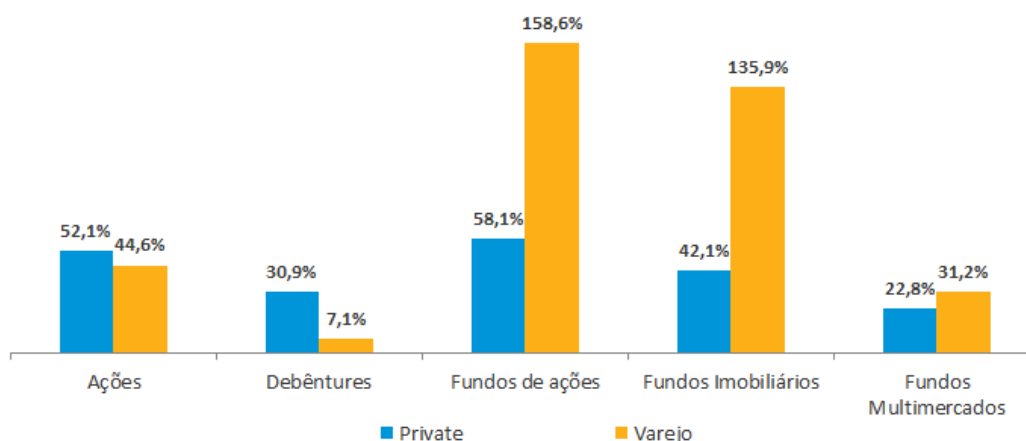
Com as reduções de juros e a renovação das expectativas em relação à *manutenção da taxa Selic*, intensificou-se o movimento de diversificação no investimento em *produtos de maior risco*. A alocação de recursos em ações, Fundos de Ações e Fundos Imobiliários foi destaque em todos os segmentos.

Em 2019, no segmento *Private*, esses produtos apresentaram crescimento de 52,1%, 58,1% e 42,1%, respectivamente, encerrando o ano com estoque de R\$ 223,6 bilhões, R\$ 103,9 bilhões e R\$ 16,4 bilhões, na mesma ordem.

No segmento *Varejo*, somados o *Tradicional* e o *Alta Renda*, a variação no estoque desses ativos foi ainda maior. Os produtos ligados a renda variável, ações e fundos de ações apresentaram crescimento de 44,6% e 158,6%, em relação a 2018. Terminaram o ano com estoque de R\$ 84,3 bilhões e R\$ 44,4 bilhões, respectivamente.

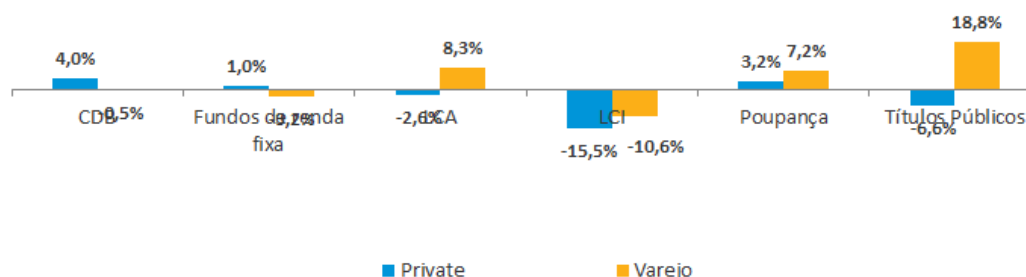
Já os Fundos Imobiliários encerraram 2019 com estoque de R\$ 30 bilhões. Representou aumento de 135,9% em relação ao ano anterior.

Variação em 2019 - produtos selecionados



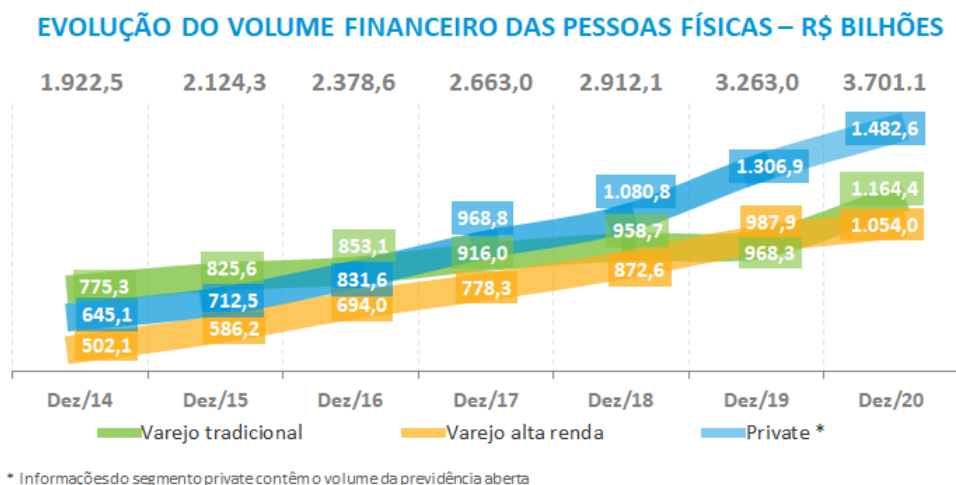
No ano, os *ativos tradicionais de renda fixa* apresentaram crescimento mais tímido ou até mesmo negativo, refletindo o ambiente de juros baixos. No segmento Varejo, apesar do volume na caderneta de poupança ter apresentado alta de 7,2%, os investimentos em fundos de renda fixa e em CDB viram seu estoque diminuir em 3,2% e 0,5%, respectivamente. No Private, os fundos de renda fixa apresentaram crescimento de apenas 1% ao longo do ano, enquanto os investimentos em títulos públicos caíram 6,6%.

Variação em 2019 - produtos selecionados



Em 2020, os recursos dos segmentos *Private* e *Varejo*, incluindo o volume da Previdência Aberta no *Private*, totalizaram R\$ 3,7 trilhões. Corresponde ao crescimento de 13,4% em relação a 2019, tornando-se a maior variação anual da série histórica iniciada em 2014.

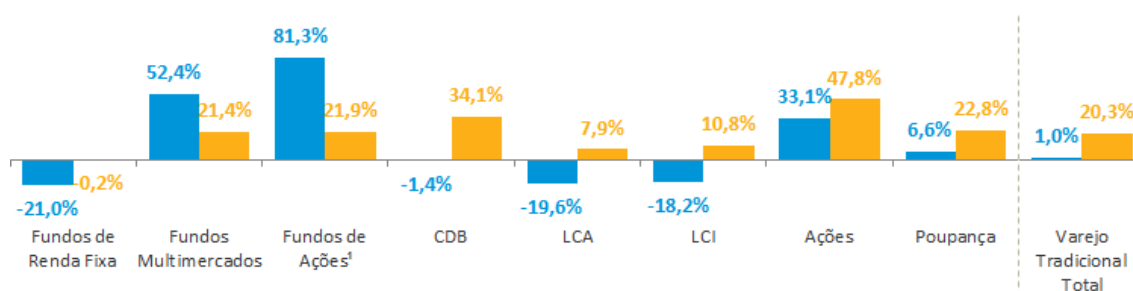
Entre os segmentos, o Varejo Tradicional exibiu o maior avanço no ano, 20,3%. O *Private* despontou em seguida, com variação de 13,5%, encerrando o ano com o maior estoque do período, de R\$ 1,5 trilhão – mesmo retirando os recursos destinados para Previdência, a variação foi muito próxima: 14%. Já o Varejo de Alta Renda registrou elevação de 6,7%.



As reduções da taxa de juros e a implementação do auxílio emergencial, beneficiando cerca de 53,9 milhões de brasileiros, justificam o desempenho do Varejo Tradicional. As maiores variações da alocação desse segmento ocorreram, em especial, nos seguintes produtos: ações, com variação de 47,8%; CDB, 34,1%; poupança, 22,8%.

A maior parcela desse estoque é de Depósitos de Poupança, correspondendo a 69,6% do total, seguida dos fundos de renda fixa e CDB, com participações de 10,4% e 9,9%, respectivamente.

VAREJO TRADICIONAL: VARIAÇÃO (%) DO VOLUME FIANANCEIRO – POR PRODUTO



¹ não inclui o volume dos fundos de ações 157

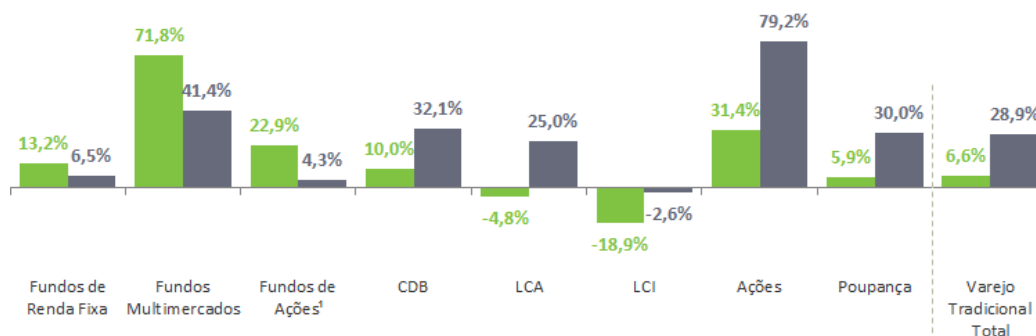
No Varejo de Alta Renda, os Títulos e Valores Mobiliários representavam a maior parte da carteira, 44,5%. Além disso, o estoque atingiu R\$ 470 bilhões do total do segmento (R\$ 1 trilhão) e encerrou o ano com aumento de 30,8% em relação a 2019. Somente o CDB mostrou variação de 72,3% em seu volume financeiro, alcançando R\$ 187,4 bilhões.

No segmento *Private*, os ativos ligados a renda variável, Ações e Fundos de Ações cresceram em volume financeiro 38,9% e 20,4%, em relação a 2019, e acabaram o ano com estoque de R\$ 310,5 bilhões e R\$ 125,2 bilhões, nesta ordem. Esse resultado torna-se expressivo diante da baixa rentabilidade de 2,92% do Ibovespa no mesmo período. Enquanto isso, os fundos de renda fixa viram seu estoque diminuir 23,3%, resultando em R\$ 87,1 bilhões.

No período, houve aumento de 27,8% no *número de contas* das Pessoas Físicas, alcançando 105,6 milhões, não sendo contabilizadas por CPFs, ou seja, pode haver mais de uma conta por CPF. Indicou a busca de diversificação dos investidores, consequência direta da abertura de contas para recebimento do auxílio emergencial.

Somente no Varejo Tradicional essa elevação foi de 28,9%, com destaque para Ações, Fundos Multimercados e Poupança, exibindo variação em relação a 2019 de 79,2%, 41,4%, 30%, nesta ordem. No Varejo de Alta Renda, o aumento foi de 16,6%, liderado pela variação de 45,5% das Ações, seguida pelo CDB com crescimento de 40,2%. Já as contas do segmento *Private* aumentaram 1,7% em 2020.

VAREJO TRADICIONAL: VARIAÇÃO (%) DO Nº DE CONTAS* POR PRODUTO



* Não equivale ao total de CPFs, pois cada pessoa pode ter mais de uma conta / ¹ não inclui o número de contas dos fundos de ações¹⁵⁷

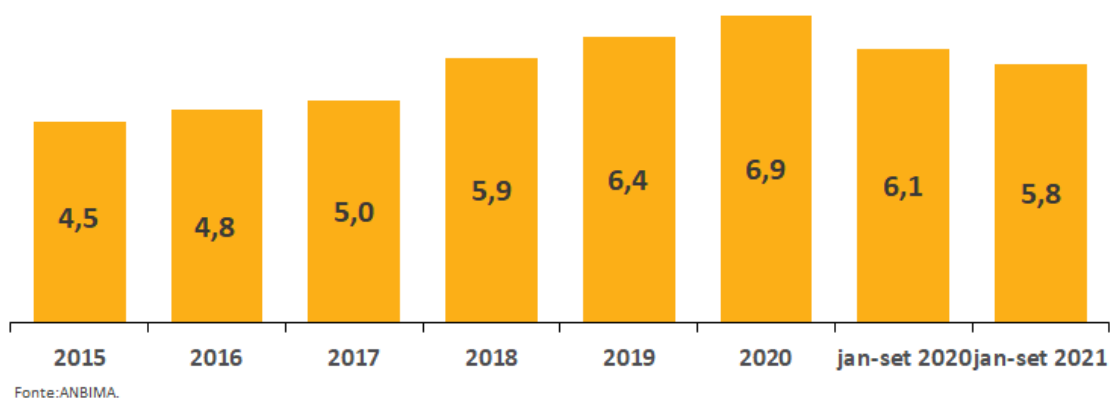
O mercado de capitais registrou ofertas cujo volume total soma R\$ 404,8 bilhões em 2021. Restando três meses para o fim do ano, o volume de emissões no mercado doméstico é 8,8% superior ao total emitido em 2020.

As debêntures com pouco mais de R\$ 155 bilhões captados em 2021 estão acima o dobro do mesmo período de 2020. Essas ofertas já são 27% maiores do observado em todo o ano passado e caminham para superar os R\$ 184,5 bilhões emitidos em 2019.

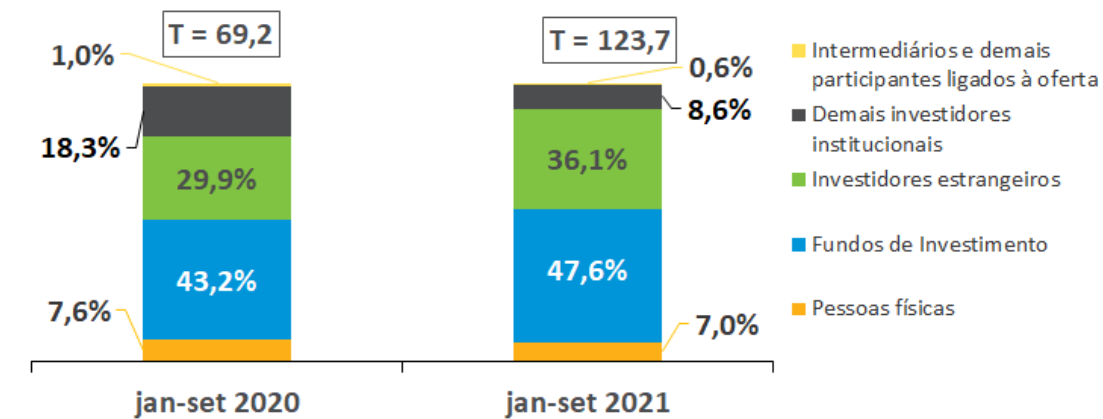
Caso isso se confirme, será o maior volume registrado por esses ativos em um ano, desde 2015. As principais destinações dos recursos levantados pelas debêntures em 2021 são para capital de giro (26,5%) e investimento em infraestrutura (20,7%), e os maiores detentores das ofertas continuam sendo os intermediários e demais participantes ligados à oferta (45,1%), seguidos pelos fundos de investimento (36,7%).

Chama atenção a mudança do perfil de prazo das emissões de debêntures. Entre janeiro e setembro deste ano, 41,7% das emissões possuem vencimento entre quatro e seis anos – em 2020 a participação desses títulos era de 31%. Os papéis com vencimento em até três anos antes somavam 33,9%, agora são 26%. Por fim, os títulos com vencimento em dez anos ou mais eram 16,8% em 2020, atualmente representam 21% das ofertas. Este aumento de prazo torna-se mais relevante justamente por ocorrer em um período de maior volatilidade.

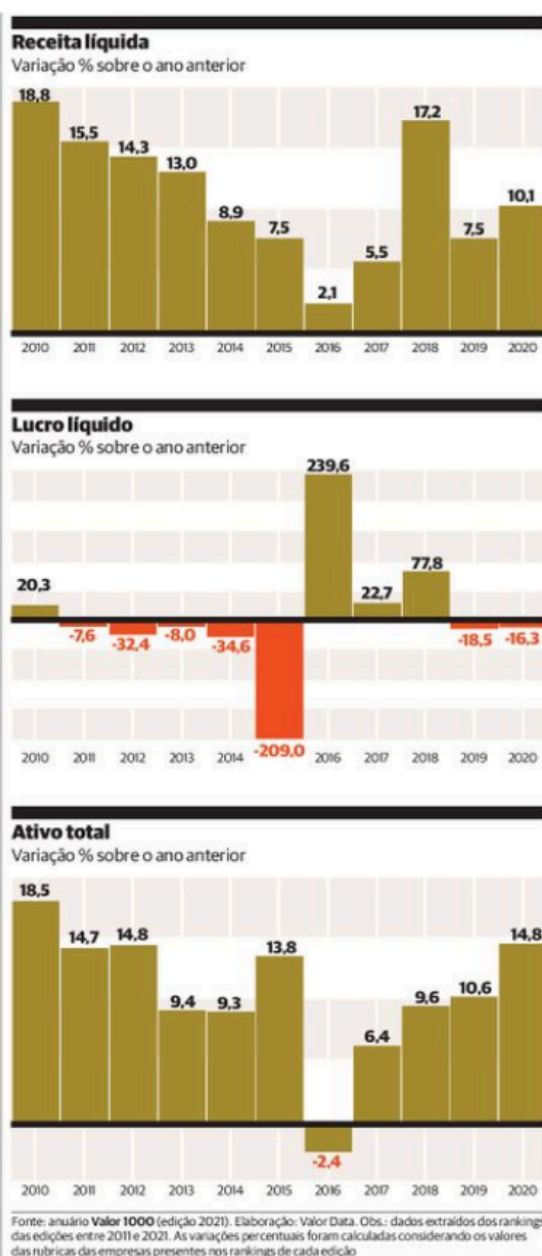
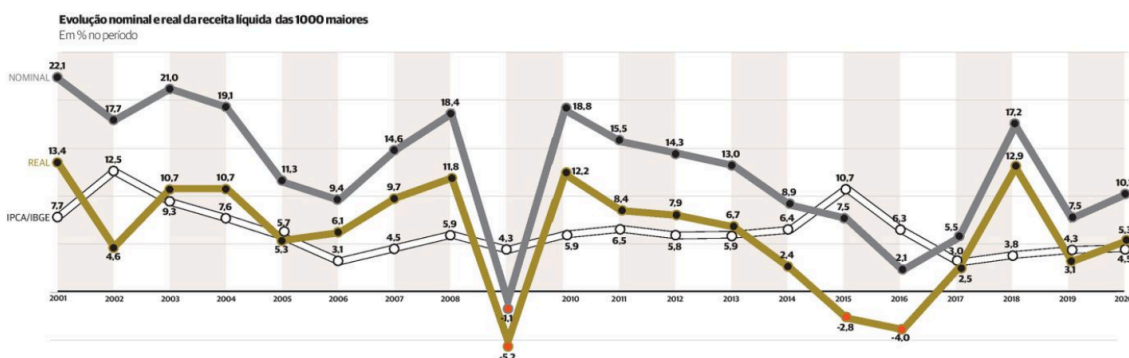
Prazo médio 1ª repactuação - Debêntures (anos)

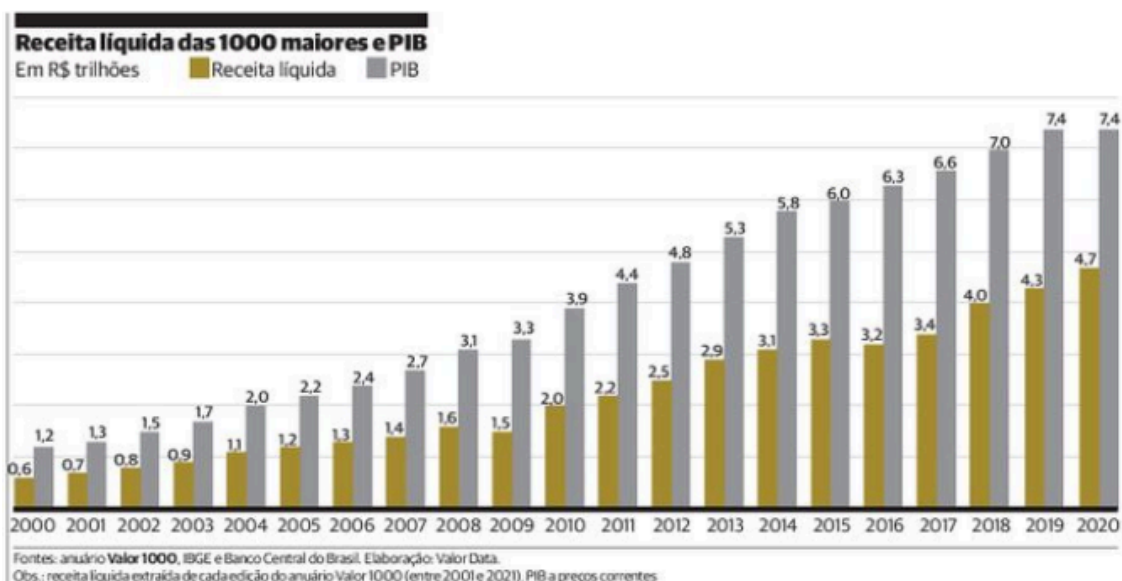
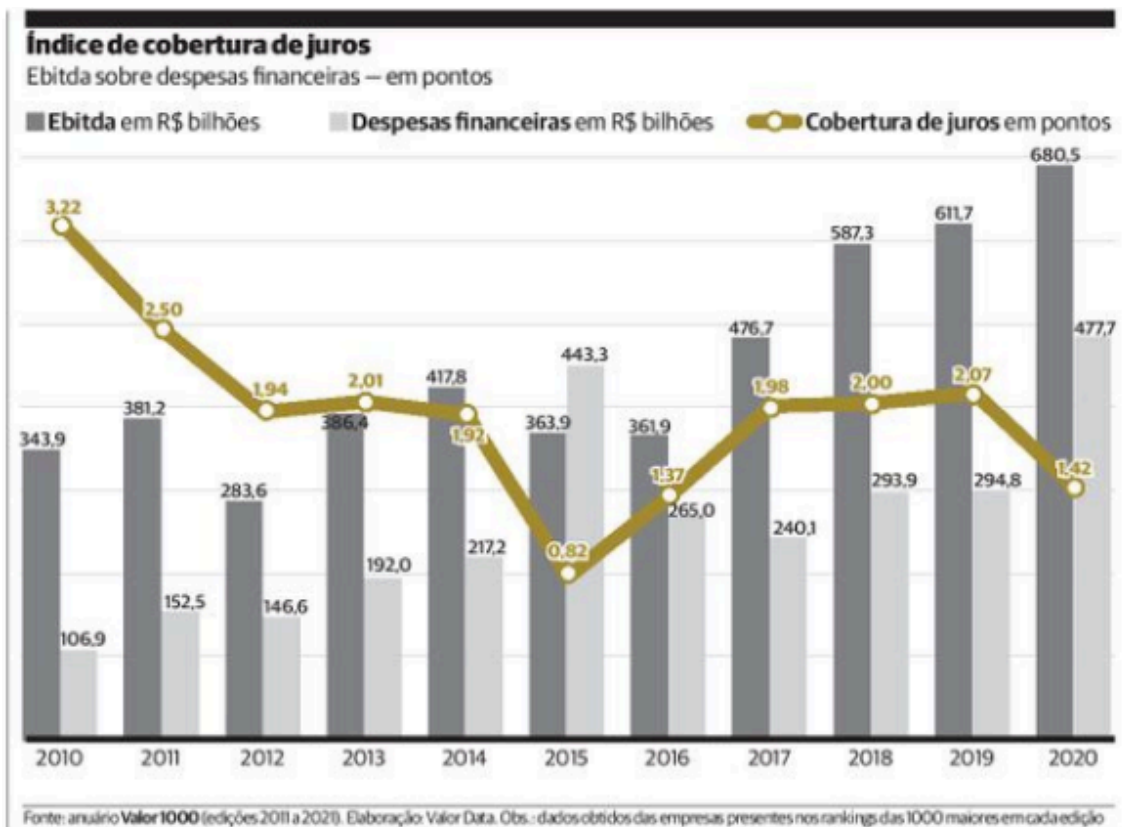


(Participação % por volume)



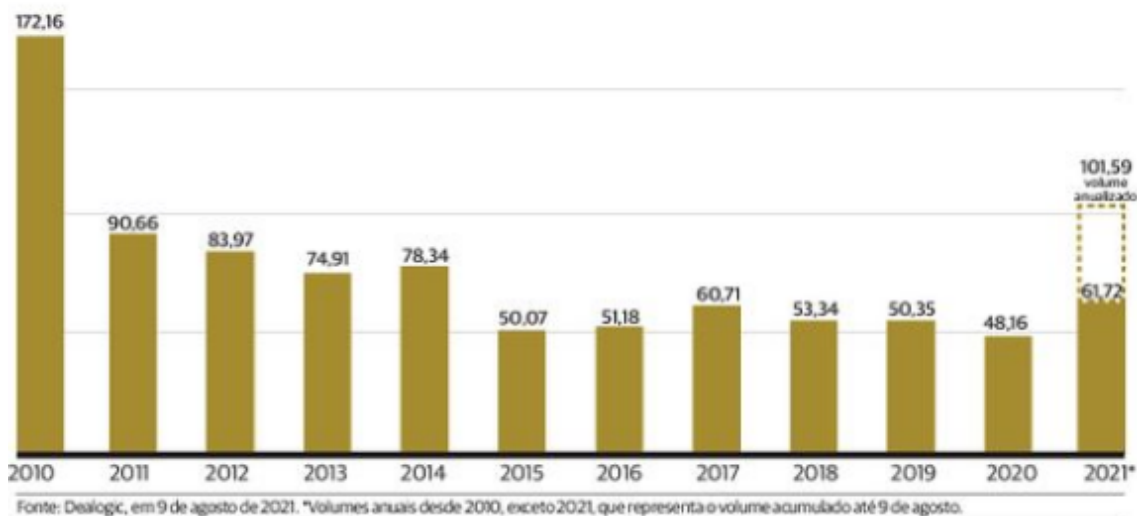
Anexo Estatístico. Valor 1000 Maiores Empresas





Transações de F&A anunciadas

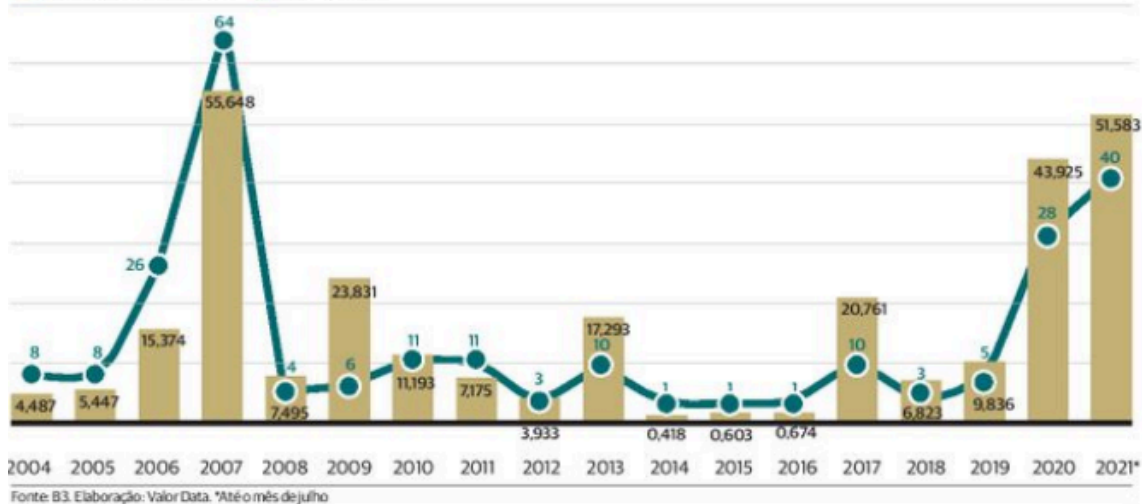
Em US\$ bilhões



Obs.: as companhias de internet lideraram as **Fusões e Aquisições** no 1º. Semestre de 2021 com 268 operações, seguidas por Tecnologia de Informações (131), instituições financeiras (92), varejo (29), serviços (25), imobiliário (22), telecomunicações (22), hospitais e laboratórios (22), energia (21), educação (20).

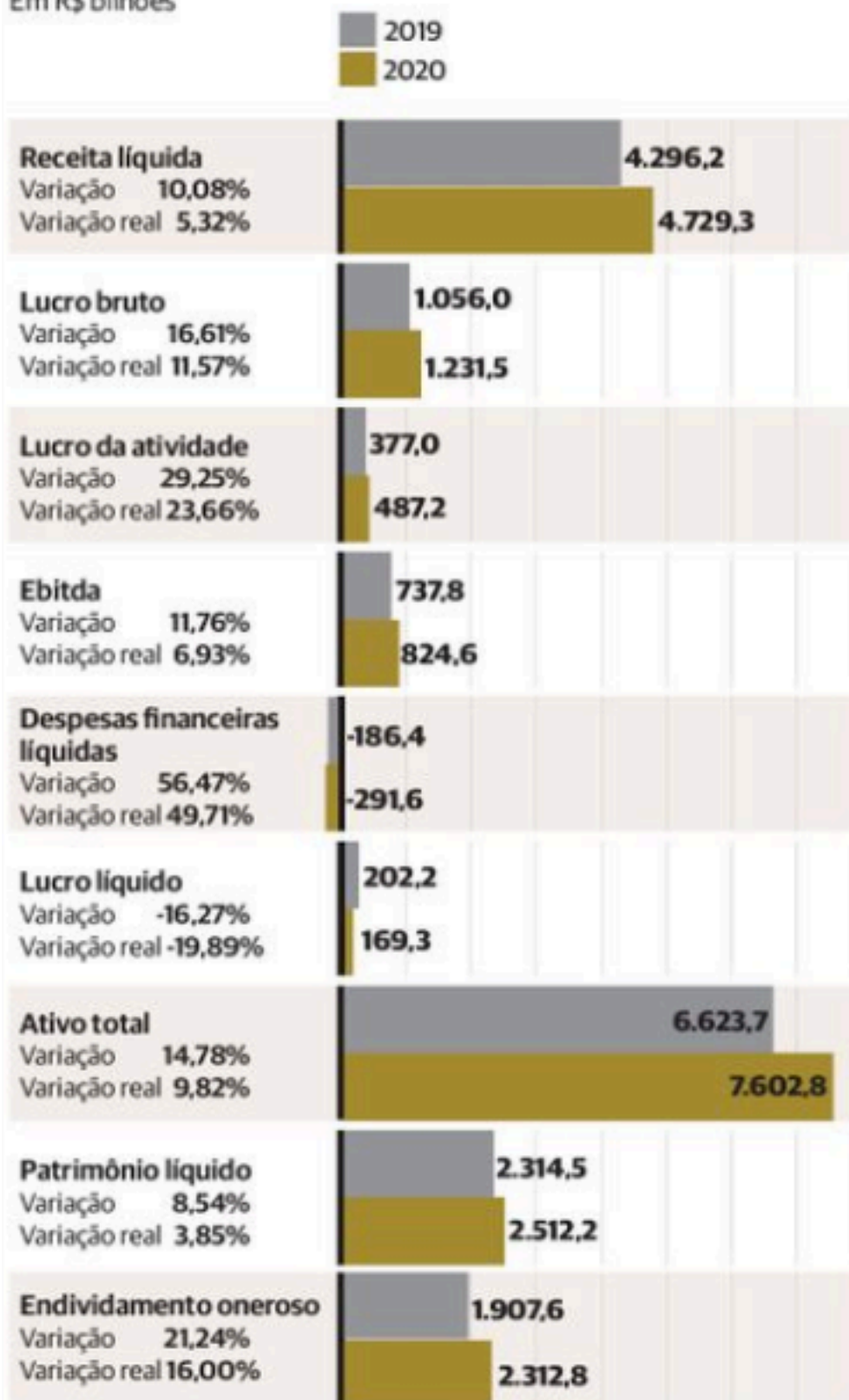
Capital novo

■ Volume em R\$ bilhões ● Quantidade



Os números das 1000 maiores

Em R\$ bilhões



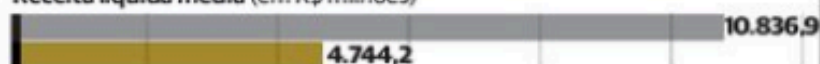
Fonte: anuário Valor 1000 (edição 2021). Elaboração: Valor Data. Obs.: dados extraídos do ranking da edição 2021 do anuário e calculados para empresas com informações disponíveis e comparáveis nos dois anos. Os valores de 2019 são os apresentados nos balanços com os números de 2020

O desempenho de quem está na Bolsa

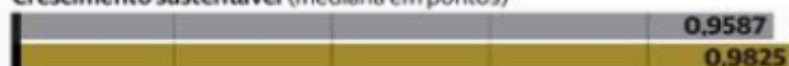
Comparação com os indicadores das 1000 maiores

■ Cias. abertas*
■ 1000 maiores

Receita líquida média (em R\$ milhões)



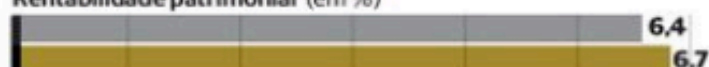
Crescimento sustentável (mediana em pontos)



Margem Ebitda (em %)



Rentabilidade patrimonial (em %)



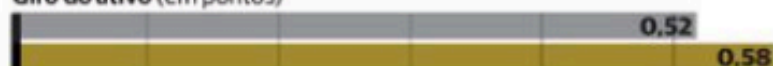
Margem da atividade (em %)



Liquidez corrente (em pontos)



Giro do ativo (em pontos)



Cobertura de juros (em pontos)



VARIAÇÕES %

(2020 sobre 2019)

Receita líquida



Lucro da atividade



Ebitda



Lucro líquido



Patrimônio líquido



Ativo total



Fontes: anuário Valor 1000 (ed. 2021) e CVM. Elaboração: Valor Data. * Dados de 248 empresas registradas na CVM ou na SEC, entre as 1000 maiores, com dados disponíveis no período

Os 10 setores que mais contribuíram em receita líquida *

Em %

**Os 10 setores que mais contribuíram em lucro líquido ***

Em %

**Os 10 setores que mais contribuíram em Ebitda ***

Em %



Fonte: anuário Valor 1000 (edição 2021). * Entre os 29 setores do ranking das 1000 maiores empresas

O desempenho do agronegócio

Comparação com os indicadores das 1000 maiores

RUBRICAS E INDICADORES	Agronegócio *	1000 maiores
Receita líquida média (em R\$ milhões)	5.423,5	4.744,2
Crescimento sustentável (mediana, em pontos)	1,0392	0,9825
Margem Ebitda (em %)	14,0	18,9
Rentabilidade patrimonial (em %)	11,2	6,7
Margem da atividade (em %)	9,0	11,0
Liquidez corrente (em pontos)	1,29	1,31
Giro do ativo (em pontos)	1,04	0,58
Cobertura de juros (em pontos)	0,94	1,42
VARIAÇÕES % (2020 SOBRE 2019)		
Receita líquida	29,1	10,1
Lucro da atividade	104,3	29,2
Ebitda	57,6	11,8
Lucro líquido	27,0	-16,3
Patrimônio líquido	14,4	8,5
Ativo total	27,1	14,8

Fonte: anuário **Valor 1000** (ed. 2021). Elaboração: Valor Data. *Dados de 228 empresas, entre as 1000 maiores, distribuídas nos seguintes setores: Açúcar e Alcool, Agropecuária, Alimentos e Bebidas, Comércio Atacadista e Exterior, Comércio Varejista, Farmacêutica e Cosméticos, Fumo, Materiais de Construção e de Decoração, Mecânica, Papel e Celulose, Química e Petroquímica, Serviços Especializados, Têxtil, Couro e Vestuário e Veículos e Peças

20 maiores lucros líquidos

Empresa	Setor de atividade	R\$ milhões
1 Vale *	Metalurgia e Mineração	24.903,0
2 Ambev *	Alimentos e Bebidas	11.731,9
3 Eletrobras *	Energia Elétrica	6.387,3
4 Petrobras *	Petróleo e Gás	6.246,0
5 Anglo American Min. de Ferro BR	Metalurgia e Mineração	5.405,5
6 Telefônica Brasil *	TI & Telecom	4.770,5
7 JBS *	Alimentos e Bebidas	4.654,9
8 Marfrig *	Alimentos e Bebidas	4.530,9
9 CSN *	Metalurgia e Mineração	4.292,6
10 B3 *	Serviços Financeiros	4.150,7
11 UOL *	TI & Telecom	4.136,5
12 Copel *	Energia Elétrica	3.909,8
13 Vibra Energia *	Petróleo e Gás	3.905,0
14 CPFL Energia *	Energia Elétrica	3.707,0
15 Claro Telecom *	TI & Telecom	3.475,9
16 Equatorial Energia *	Energia Elétrica	3.447,7
17 ISA CTEEP *	Energia Elétrica	3.382,7
18 Grupo Big Brasil *	Comércio Varejista	3.026,0
19 Neoenergia *	Energia Elétrica	2.905,0
20 Cemig *	Energia Elétrica	2.865,1

* Demonstrações contábeis consolidadas ou combinadas

Observação: os seis maiores **lucros líquidos dos bancos** foram:

1. Itaú Unibanco: R\$ 18,9 bilhões
2. Bradesco: R\$ 16,5 bilhões
3. Santander: 13,5 bilhões
4. Caixa: R\$ 13,2 bilhões
5. Banco do Brasil: R\$ 12,7 bilhões
6. BTG Pactua: R\$ 4 bilhões

20 maiores rentabilidades do PL

Empresa	Sector de atividade	% do PL
1 Taurus Armas *	Metalurgia e Mineração	623,6
2 Renovigi Energia Solar *	Mecânica	373,3
3 Usina Batatais ¹	Açúcar e Alcool	211,6
4 Ester Agroindustrial ¹	Açúcar e Alcool	167,1
5 Correios	Serviços Especializados	161,1
6 Brasil PCH *	Energia Elétrica	153,6
7 Nadir Figueiredo *	Mat. de Constr. e de Decoração	152,6
8 FS ¹ *	Química e Petroquímica	135,8
9 Marfrig *	Alimentos e Bebidas	128,9
10 Paschoalotto *	Serviços Financeiros	123,2
11 CBMM	Metalurgia e Mineração	120,4
12 NTS	Transportes e Logística	117,9
13 Ciplan *	Mat. de Constr. e de Decoração	115,1
14 Blau *	Farmacêutica e Cosméticos	114,9
15 Assai *	Comércio Varejista	110,4
16 GDM Seeds	Serviços Especializados	110,1
17 Sabin Medicina Diagnóstica *	Serviços Médicos	104,8
18 CDI do Brasil	Comércio Atacadista e Exterior	103,9
19 Agribrasil *	Comércio Atacadista e Exterior	98,4
20 Benafer	Metalurgia e Mineração	98,3

* Demonstrações contábeis consolidadas ou combinadas.

¹ Empresa com data de balanço diferente de 31/12

Observação: essas vinte maiores **rentabilidades patrimoniais** de empresas não-financeiras são disparadamente superiores à correspondente média dos bancos: 17,5% em 2019 e 12% em 2020. Em 2020, o banco mais rentável sobre o patrimônio foi o Daycoval com 26,7% e entre os "big five" foi o Santander com 16,8% (em segundo lugar no ranking bancário).

20 maiores lucros da atividade

Empresa	Setor de atividade	R\$ milhões
1 Vale *	Metalurgia e Mineração	69.323,0
2 Petrobras *	Petróleo e Gás	68.655,0
3 JBS *	Alimentos e Bebidas	19.611,0
4 Ambev *	Alimentos e Bebidas	12.441,0
5 Marfrig *	Alimentos e Bebidas	7.854,5
6 Suzano *	Papel e Celulose	7.817,7
7 Anglo American Min. de Ferro BR	Metalurgia e Mineração	7.407,3
8 Cargill *	Alimentos e Bebidas	6.889,3
9 Claro Telecom *	TI & Telecom	6.144,7
10 B3 *	Serviços Financeiros	5.695,0
11 CSN *	Metalurgia e Mineração	5.173,3
12 Neoenergia *	Energia Elétrica	5.100,0
13 Engie Brasil Energia *	Energia Elétrica	5.081,0
14 Telefônica Brasil *	TI & Telecom	4.736,3
15 CPFL Energia *	Energia Elétrica	4.703,7
16 Equatorial Energia *	Energia Elétrica	4.683,5
17 CBMM	Metalurgia e Mineração	4.640,7
18 Sabesp	Água e Saneamento	4.370,6
19 Grupo Carrefour Brasil *	Comércio Varejista	4.043,0
20 Copel *	Energia Elétrica	4.035,7

* Demonstrações contábeis consolidadas ou combinadas.

20 maiores Ebitdas

Empresa	Sector de atividade	R\$ milhões
1 Petrobras *	Petróleo e Gás	107.926,0
2 Vale *	Metalurgia e Mineração	68.747,0
3 JBS *	Alimentos e Bebidas	28.340,5
4 Ambev *	Alimentos e Bebidas	21.096,2
5 Telefônica Brasil *	Ti & Telecom	17.809,2
6 Suzano *	Papel e Celulose	15.159,8
7 Claro Telecom *	Ti & Telecom	15.141,3
8 Eletrobras *	Energia Elétrica	10.487,2
9 Marfrig *	Alimentos e Bebidas	9.247,5
10 Raizen ¹ *	Petróleo e Gás	8.356,3
11 TIM *	Ti & Telecom	8.341,9
12 CSN *	Metalurgia e Mineração	8.236,5
13 Shell *	Petróleo e Gás	8.067,0
14 Anglo American Min. de Ferro BR	Metalurgia e Mineração	7.800,0
15 Gerdau *	Metalurgia e Mineração	7.693,5
16 Cargill *	Alimentos e Bebidas	7.552,5
17 CPFL Energia *	Energia Elétrica	6.779,3
18 B3 *	Serviços Financeiros	6.643,7
19 Sabesp	Água e Saneamento	6.529,5
20 Cosan *	Petróleo e Gás	6.509,2

* Demonstrações contábeis consolidadas ou combinadas.

¹ Empresa com data de balanço diferente de 31/12

EBITDA: sigla em inglês de *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* ou Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. O indicador é a medida da capacidade de geração de recursos próprios (geração operacional de caixa) por uma empresa.

20 maiores patrimônios líquidos

Empresa	Setor de atividade	R\$ milhões
1 Petrobras *	Petróleo e Gás	311.150,0
2 Vale *	Metalurgia e Mineração	180.986,0
3 Ambev *	Alimentos e Bebidas	75.151,1
4 Eletrobras *	Energia Elétrica	73.751,3
5 Telefônica Brasil *	TI & Telecom	69.556,8
6 JBS *	Alimentos e Bebidas	43.544,2
7 Equinor Brasil	Petróleo e Gás	36.515,0
8 Metrô de São Paulo	Transportes e Logística	33.040,9
9 Gerdau *	Metalurgia e Mineração	31.085,2
10 Natura & Co. *	Farmacêutica e Cosméticos	27.387,1
11 Enel Brasil *	Energia Elétrica	26.018,7
12 B3 *	Serviços Financeiros	24.521,4
13 TIM *	TI & Telecom	23.182,7
14 Sabesp	Água e Saneamento	22.793,7
15 Anglo American Min. de Ferro BR	Metalurgia e Mineração	21.583,2
16 Neoenergia *	Energia Elétrica	21.509,0
17 Claro Telecom *	TI & Telecom	20.665,6
18 Copel *	Energia Elétrica	20.250,5
19 Shell *	Petróleo e Gás	18.340,0
20 Cemig *	Energia Elétrica	17.477,3

* Demonstrações contábeis consolidadas ou combinadas.

DISTRIBUIÇÃO DAS 1000 MAIORES POR SETOR

E a diferença em relação à edição 2020

Setor de atividade	Nº de empresas em 2021	Nº de empresas em 2020	Diferença
Comércio Varejista	105	107	-2
Alimentos e Bebidas	75	76	-1
Transportes e Logística	69	74	-5
Metalurgia e Mineração	64	60	4
Agropecuária	63	60	3
Química e Petroquímica	58	52	6
Energia Elétrica	55	55	0
Comércio Atacadista e Exterior	46	46	0
Petróleo e Gás	41	42	-1
Serviços Especializados	37	54	-17
TI & Telecom	37	37	0
Serviços Médicos	35	33	2
Farmacêutica e Cosméticos	34	30	4
Açúcar e Alcool	33	36	-3
Empreendimentos Imobiliários	27	27	0
Mat. de Constr. e de Decoração	24	23	1
Veículos e Peças	24	24	0
Água e Saneamento	23	23	0
Construção e Engenharia	22	23	-1
Eletroeletrônica	22	19	3
Educação e Ensino	19	20	-1
Plásticos e Borracha	18	17	1
Mecânica	15	13	2
Papel e Celulose	15	16	-1
Têxtil, Couro e Vestuário	14	16	-2
Serviços Financeiros*	11	-	-
Comunicação e Gráfica	6	9	-3
Serviços Ambientais	6	6	0
Fumo	2	2	0
TOTAL	1.000	1.000	

DISTRIBUIÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA DAS 1000 MAIORES POR SETOR – Em R\$ milhões

Setor de atividade	Receita em 2020	Receita em 2019	Var. %
Agropecuária	160.712	121.083	32,7
Mecânica	34.370	26.595	29,2
Alimentos e Bebidas	823.640	641.392	28,4
Açúcar e Alcool	102.418	80.708	26,9
Comércio Atacadista e Exterior	114.933	92.316	24,5
Metalurgia e Mineração	484.854	392.943	23,4
Química e Petroquímica	228.173	190.331	19,9
Mat. de Constr. e Decoração	52.298	44.109	18,6
Comércio Varejista	509.133	433.558	17,4
Plásticos e Borracha	24.637	20.987	17,4
Eletroeletrônica	68.916	60.501	13,9
Papel e Celulose	66.764	60.013	11,2
Farmacêutica e Cosméticos	113.956	103.517	10,1
1000 MAIORES	4.729.278	4.296.246	10,1
Serviços Médicos	71.084	65.931	7,8
Empreendimentos Imobiliários	34.677	32.170	7,8
Fumo	1.526	1.433	6,5
Serviços Ambientais	6.568	6.179	6,3
Educação e Ensino	26.396	25.121	5,1
Energia Elétrica	353.792	337.788	4,7
Serviços Financeiros	41.181	39.787	3,5
TI & Telecom	169.808	164.820	3,0
Construção e Engenharia	21.561	21.028	2,5
Água e Saneamento	63.252	62.172	1,7
Serviços Especializados	64.611	67.272	-4,0
Têxtil, Couro e Vestuário	19.596	21.160	-7,4
Petróleo e Gás	730.762	801.719	-8,9
Comunicação e Gráfica	17.995	20.019	-10,1
Veículos e Peças	163.858	182.931	-10,4
Transportes e Logística	157.809	178.663	-11,7

Fonte: Valor 1000 (edições 2020 e 2021). Elaboração: Valor Data. *Segmento criado na edição 2021, desmembrado de Serviços Especializados

AS MÉDIAS DOS INDICADORES EM CADA SETOR								
Setor de atividade	Receita líquida média (R\$ milhões)	Margem Ebitda (% da receita)	Rentabilidade do PL (% do PL)	Margem da atividade (% da receita)	Liquidez corrente (pontos)	Giro do ativo (pontos)	Cobertura de juros (pontos)	Crescimento sustentável* (pontos)
Açúcar e Alcool	3.147,9	29,1	19,7	12,8	1,21	0,72	0,95	1,0031
Agropecuária	2.765,4	10,7	18,1	7,8	1,42	1,09	1,75	1,1374
Água e Saneamento	2.750,1	30,2	7,9	18,6	1,47	0,35	2,48	0,9285
Alimentos e Bebidas	10.941,7	12,5	18,2	8,6	1,23	1,17	1,30	1,0395
Comércio Atacadista e Exterior	2.484,6	7,0	28,2	4,7	1,30	1,81	1,71	0,8540
Comércio Varejista	4.848,9	9,3	10,6	4,1	1,35	1,06	2,87	0,8080
Construção e Engenharia	980,0	-10,2	0,4	-9,0	0,76	0,53	2,15	1,2222
Educação e Ensino	1.389,3	-2,1	-13,2	2,1	1,91	0,35	2,38	0,8876
Eletroeletrônica	3.132,5	9,3	20,2	5,8	1,35	1,12	0,72	0,9399
Empreendimentos Imobiliários	1.284,3	17,1	9,5	17,3	2,59	0,26	6,31	1,0233
Energia Elétrica	6.446,7	29,1	13,8	19,4	1,27	0,35	1,79	0,9872
Farmacêutica e Cosméticos	3.351,7	16,9	10,7	11,2	1,79	0,69	1,77	0,6421
Mats. de Construção e de Decoração	2.208,7	21,9	8,1	12,3	1,60	0,54	2,33	1,0737
Mecânica	2.291,3	17,0	19,8	13,5	1,93	0,91	2,48	1,0063
Metalurgia e Mineração	7.585,8	28,0	12,2	22,8	1,59	0,51	2,09	1,0771
Papel e Celulose	4.450,9	44,3	-34,8	21,9	1,62	0,33	0,58	0,9714
Petróleo e Gás	17.823,5	20,6	1,1	10,8	0,99	0,50	1,78	0,7818
Plásticos e Borracha	1.368,7	22,4	17,3	11,8	1,64	0,79	1,51	0,9879
Química e Petroquímica	3.960,3	11,0	17,3	7,0	1,22	0,91	0,75	1,0492
Serviços Especializados	1.746,2	13,3	7,0	3,6	1,18	0,79	2,79	0,9351
Serviços Financeiros**	3.743,7	39,1	12,1	25,1	1,17	0,13	8,21	0,9630
Serviços Médicos	2.031,0	10,6	2,1	4,2	1,99	0,57	0,65	0,7410
Têxtil, Couro e Vestuário	1.399,7	12,7	7,1	8,1	2,32	0,61	1,17	0,9360
TI & Telecom	4.589,4	36,4	5,1	11,1	1,37	0,41	1,79	0,8411
Transportes e Logística	2.287,1	25,3	2,9	6,9	0,99	0,31	1,16	0,9921
Veículos e Peças	6.827,4	5,6	-9,6	-3,5	1,83	0,53	1,50	0,9079
1000 maiores	4.744,2	18,9	6,7	11,0	1,31	0,58	1,42	0,9825

Fonte: Valor 1000 (edição 2021). Elaboração: Valor Data. *Quanto mais próximo de 1, melhor. **Criado na edição 2021, como desmembramento de Serviços Especializados

Cobertura de Juros: o indicador, expresso em pontos, é obtido pela divisão do EBITDA pelas despesas financeiras.

BANCOS			
Números gerais do ranking - em R\$ milhões			
	2020	2019	Var.%
Ativo total	10.276.678	8.550.211	20,2
Operações de crédito	3.594.646	3.056.483	17,6
Depósitos totais	3.811.538	2.738.539	39,2
Patrimônio líquido ¹	841.068	758.722	10,9
Receita de intermediação financeira	759.970	758.518	0,2
Resultado bruto da intermediação financeira	211.249	285.820	-26,1
Receita de prestação de serviços	172.875	175.510	-1,5
Despesas administrativas	-111.562	-106.290	5,0
Despesas de pessoal	-121.946	-122.908	-0,8
Resultado operacional	66.367	128.946	-48,5
Resultado operacional (sem equivalência patrimonial)	58.459	118.823	-50,8
Resultado líquido	101.042	132.999	-24,0
Indicadores	2020	2019	Var. pts.
Rentabilidade operacional (em % do PL)	7,9	17,0	-9,1
Rentabilidade operacional - sem equivalência patrimonial (em % do PL)	7,0	15,7	-8,7
Rentabilidade do PL (em % do PL)	12,0	17,5	-5,5
Custo operacional (em pontos) ²	0,61	0,50	0,1
Nível de operações de crédito (% do Ativo total)	35,0	35,7	-0,8
Nível de depósitos (% do Ativo total)	37,1	32,0	5,1

Fonte: Valor 1000 (ed. 2021). Elaboração: Valor Data. ¹ Inclui, nas instituições com balanço consolidado, a participação minoritária. ² Razão entre a soma das despesas administrativas e despesas de pessoal e a soma do resultado de intermediação financeira e receitas de prestação de serviços

Equivalência Patrimonial: é um método contábil de avaliação de *participação em outras empresas*. É a conta de um investidor para saber qual é o seu percentual de direito sobre a empresa na qual ele investe. Em linhas gerais, trata-se da *análise dos investimentos de uma sociedade em outra*. Logo, o cálculo da equivalência patrimonial é feita através da *proporção do investimento em relação ao patrimônio líquido de quem recebeu a aplicação de recursos*.

Classificação		Banco	Sede	Capital (origem)	Ativo total (em R\$ milhões)	Var. (em %)	Operações de crédito (em R\$ milhões)	Var. (em %)	Depósitos (em R\$ milhões)	Var. (em %)
2020	2019									
1	1	Itaú Unibanco *	SP	Brasil	2.112.586,0	21,5	659.149,0	21,1	809.010,0	59,5
2	2	Banco do Brasil *	DF	Brasil	1.725.671,9	16,5	636.606,1	9,5	601.984,3	24,1
3	3	Bradesco *	SP	Brasil	1.591.039,0	17,1	406.008,3	17,6	547.683,1	48,7
4	4	Caixa *	DF	Brasil	1.450.766,7	12,1	752.933,9	14,3	619.581,2	15,8
5	5	Santander *	SP	Espanha	1.002.389,0	16,9	315.514,6	20,3	390.051,8	42,9
6	7	BTG Pactual *	RJ	Brasil	244.925,3	49,0	48.783,6	69,9	56.964,3	157,2
7	6	Safra *	SP	Brasil	238.477,8	25,0	105.765,4	16,7	74.965,6	71,6
8	8	Sicoob *	DF	Brasil	157.650,3	34,4	83.991,3	37,0	107.577,5	45,1
9	9	Sicredi *	RS	Brasil	154.860,9	40,0	89.866,1	35,7	104.639,0	47,9
10	10	BV *	SP	Brasil	116.277,1	20,0	54.428,9	6,8	25.510,4	56,0
11	11	Citibank *	SP	EUA	104.089,9	12,8	12.605,7	79,0	32.810,5	59,7
12	14	J. P. Morgan	SP	EUA	92.801,8	91,0	2.234,5	66,9	14.329,3	72,6
13	12	Banrisul *	RS	Brasil	91.822,9	12,6	32.283,0	5,9	62.446,5	16,4
14	25	Crédit Agricole	SP	França	75.911,1	266,8	2.200,1	182,1	752,1	50,7
15	13	Banco do Nordeste	CE	Brasil	61.817,6	5,4	11.676,8	23,8	14.921,7	21,8
16	15	BNP Paribas	SP	França	61.730,2	40,1	3.741,7	-4,5	10.098,6	29,2
17	-	Nubank *	SP	Brasil	49.877,6	92,3	15.940,8	39,1	29.033,1	167,5
18	18	Daycoval *	SP	Brasil	49.159,8	41,1	25.512,2	50,0	14.027,6	68,6
19	20	Rabobank International	SP	Holanda	47.266,7	46,9	21.532,6	13,3	1.960,9	1.410,0
20	17	ABC Brasil *	SP	Bahrain	43.328,8	16,9	20.214,2	20,5	10.155,3	78,4

Patrim. líquido (em R\$ milhões)	Receita int. fin. (em R\$ milhões)	Result. int. fin. (em R\$ milhões)	Result. operac. (em R\$ milhões)	Equival. patrim. (em R\$ milhões)	Result. líquido (em R\$ milhões)	Alavancagem (em pontos)	Imobili-zação (em %)	Custo operac. (em pontos)	Rentab. operac. (em %)	Rentab. do PL (em %)	Nível de depósitos (em %)	Nível de crédito (em %)	Class. 2020
147.706,0	137.164,0	20.394,0	1.984,0	1.530,0	18.909,0	13,30	24,7	0,70	1,3	12,8	38,3	31,2	1
126.971,1	122.337,4	29.781,3	14.234,7	3.110,4	12.697,4	12,59	24,2	0,57	11,2	10,0	34,9	36,9	2
144.461,9	99.814,9	31.479,8	5.557,6	749,3	16.546,6	10,01	19,9	0,67	3,8	11,5	34,4	25,5	3
92.821,1	83.106,1	28.599,8	8.703,8	1.804,2	13.169,4	14,63	18,6	0,67	9,4	14,2	42,7	51,9	4
80.118,9	108.988,3	21.237,3	8.682,3	51,7	13.469,4	11,51	17,3	0,50	10,8	16,8	38,9	31,5	5
27.126,0	18.694,3	5.405,4	5.857,9	-102,5	3.976,4	8,03	47,7	0,29	21,6	14,7	23,3	19,9	6
13.677,9	12.281,4	3.825,1	1.106,1	0,0	2.033,5	16,44	5,7	0,71	8,1	14,9	31,4	44,4	7
26.027,4	12.842,2	8.224,2	4.070,2	83,4	3.591,6	5,06	11,3	0,61	15,6	13,8	68,2	53,3	8
20.557,7	12.663,1	8.180,4	3.930,3	10,5	3.319,4	6,53	12,9	0,53	19,1	16,1	67,6	58,0	9
10.753,7	11.271,7	2.918,8	965,1	1,0	1.064,6	9,81	5,4	0,51	9,0	9,9	21,9	46,8	10
10.302,8	7.308,6	2.699,2	1.915,3	0,0	1.238,5	9,10	3,3	0,37	18,6	12,0	31,5	12,1	11
5.552,0	7.103,1	973,8	674,1	175,4	466,6	15,72	29,5	0,61	12,1	8,4	15,4	2,4	12
8.346,2	8.233,2	3.761,3	1.095,4	55,7	727,5	10,00	17,1	0,66	13,1	8,7	68,0	35,2	13
2.345,2	2.534,2	241,6	111,8	0,2	64,1	31,37	1,0	0,47	4,8	2,7	1,0	2,9	14
6.172,0	3.946,1	1.848,1	1.551,1	0,0	1.019,2	9,02	3,8	0,75	25,1	16,5	24,1	18,9	15
3.063,5	4.078,7	724,5	615,7	-0,5	328,8	19,15	2,3	0,43	20,1	10,7	16,4	6,1	16
1.438,4	4.592,7	1.946,3	-305,4	-1,7	-230,2	33,68	5,6	0,56	-21,2	-16,0	58,2	32,0	17
4.426,9	6.004,6	3.052,4	2.019,7	0,0	1.182,6	10,10	3,0	0,32	45,6	26,7	28,5	51,9	18
4.234,9	8.597,8	957,1	553,2	0,0	325,3	10,16	1,0	0,41	13,1	7,7	4,1	45,6	19
4.288,3	5.922,8	135,6	-89,7	0,0	322,1	9,10	2,2	0,97	-2,1	7,5	23,4	46,7	20

Patrimônio Líquido: valor declarado no balanço patrimonial. Nas demonstrações contábeis consolidadas, ao patrimônio líquido é somada a participação minoritária, quando existente.

Alavancagem: indicador medido em pontos, obtido pela *divisão do passivo total menos patrimônio líquido pelo patrimônio líquido*. Mede a agressividade da instituição financeira ao apontar, no seu passivo, a *relação entre recursos de terceiros e capital próprio*. Quanto maior o índice, mais agressiva é a instituição.

Classificação	Empresa		Sede	Setor de atividade	Receita líquida (em R\$ milhões)	Var. (em %)	Capital (Origem)	Lucro líquido (em R\$ milhões)	Var. (em %)
	2020	2019							
1	1	Petrobras *	RJ	Petróleo e Gás	272.069,0	-10,0	BR	6.246,0	-84,8
2	2	JBS *	SP	Alimentos e Bebidas	270.204,2	32,1	BR	4.654,9	-28,0
3	3	Vale *	RJ	Metalurgia e Mineração	208.529,0	40,3	BR	24.903,0	386,3
4	4	Raizen ¹ *	SP	Petróleo e Gás	114.602,0	-5,0	BR/HO	1.546,8	-35,4
5	5	Vibra Energia *	RJ	Petróleo e Gás	81.501,0	-14,2	BR	3.905,0	76,6
6	6	Ultrapar (Grupo Ultra) *	SP	Petróleo e Gás	81.241,1	-9,0	BR	927,7	130,2
7	8	Grupo Carrefour Brasil *	SP	Comércio Varejista	71.191,0	18,5	FR	2.844,0	114,2
8	7	Cosan *	SP	Petróleo e Gás	68.630,9	-6,0	BR	851,9	-64,9
9	12	Marfrig *	SP	Alimentos e Bebidas	67.481,5	38,4	BR	4.530,9	186,4
10	13	Cargill *	SP	Alimentos e Bebidas	67.158,6	38,1	US	2.050,1	493,3
11	11	Braskem *	BA	Química e Petroquímica	58.543,5	11,9	BR	-7.015,3	-142,2
12	10	Ambev *	SP	Alimentos e Bebidas	58.379,0	12,3	BE	11.731,9	-3,7
13	**	GPA *	SP	Comércio Varejista	51.253,0	77,7	FR	2.326,0	178,2
14	17	Bunge Alimentos *	SC	Alimentos e Bebidas	50.519,4	34,6	HO	1.621,2	360,4
15	16	Gerdau *	SP	Metalurgia e Mineração	43.814,7	10,5	BR	2.388,1	96,2
16	14	Telefônica Brasil *	SP	TI & Telecom	43.126,5	-2,6	EP	4.770,5	-4,6
17	25	Copersucar ¹ *	SP	Açúcar e Alcool	40.030,9	33,8	BR	375,4	215,3
18	21	BRF *	SC	Alimentos e Bebidas	39.469,7	18,0	BR/US	1.383,6	365,1
19	-	Natura & Co. *	SP	Farmacêutica e Cosméticos	36.922,0	12,1	BR	-663,7	-483,6
20	20	Enel Brasil *	RJ	Energia Elétrica	36.290,7	7,7	IT	1.584,6	-53,4

Margem líquida (em %)	Reatab. do PL (em %)	Lucro da ativ. (em R\$ milhões)	Lucro financ. (em R\$ milhões)	Ebitda (em R\$ milhões)	Var. (em %)	Ativo total (em R\$ milhões)	Patrim. líquido (em R\$ milhões)	Endiv. oneroso (em R\$ milhões)	Nível de endiv. geral (em %)	Nível de endiv. oneroso (em %)	Liquidez corrente (em pontos)	Crescim. sustent. (em pontos)	Class. 2020
2,3	2,0	68.655,0	-49.584,0	107.926,0	-28,2	987.419,0	311.150,0	392.548,0	217,3	126,2	1,04	ND	1
1,7	10,7	19.611,0	-12.238,9	28.340,5	43,2	163.801,8	43.544,2	66.194,2	276,2	152,0	1,48	0,9850	2
11,9	13,8	69.323,0	-24.140,0	68.747,0	304,6	478.130,0	180.986,0	95.825,0	164,2	52,9	1,67	1,2181	3
1,3	12,4	3.394,5	-1.416,2	8.356,3	-7,4	67.045,4	12.498,4	28.843,3	436,4	230,8	1,18	ND	4
4,8	32,0	1.561,0	264,0	5.103,0	177,2	28.327,0	12.207,0	8.634,0	132,1	70,7	1,92	ND	5
1,1	9,4	1.388,7	-269,4	3.051,3	24,6	36.250,2	9.910,3	19.209,5	265,8	193,8	1,89	ND	6
4,0	16,7	4.043,0	-579,0	5.596,0	45,3	51.824,0	17.045,0	5.791,0	204,0	34,0	1,03	1,0225	7
1,2	7,2	3.119,3	-1.978,2	6.509,2	-7,6	61.382,0	11.893,0	29.668,0	416,1	249,5	0,71	ND	8
6,7	128,9	7.854,5	-2.725,6	9.247,5	100,6	39.507,4	3.514,1	27.499,6	1.024,3	782,6	1,33	0,6996	9
3,1	25,6	6.889,3	-4.557,9	7.552,5	1.228,9	40.845,4	8.012,1	28.871,2	409,8	360,3	1,08	0,9360	10
-12,0	ND	-580,9	-9.611,9	3.976,2	11,2	86.083,9	-3.866,5	46.327,3	ND	ND	1,20	ND	11
20,1	15,6	12.441,0	-2.434,4	21.096,2	1,8	125.196,6	75.151,1	5.122,0	66,6	6,8	1,06	0,9344	12
4,5	13,8	2.153,0	-728,0	6.280,0	98,0	53.295,0	16.807,0	9.251,0	217,1	55,0	0,95	1,4326	13
3,2	20,4	1.827,3	-150,7	2.622,0	219,8	31.282,2	7.928,9	9.453,6	294,5	119,2	1,20	1,1455	14
5,5	7,7	3.278,1	-1.698,7	7.693,5	46,3	63.123,0	31.085,2	17.516,3	103,1	56,3	2,04	0,9661	15
11,1	6,9	4.736,3	-573,4	17.809,2	-1,8	108.738,4	69.556,8	13.248,0	56,3	19,0	1,07	ND	16
0,9	29,2	423,9	-151,8	767,7	71,2	13.564,7	1.283,8	7.855,0	956,6	611,9	1,52	0,9914	17
3,5	15,7	3.037,8	-1.699,0	5.234,7	20,7	49.664,9	8.813,5	22.790,1	463,5	258,6	1,48	1,0910	18
-1,8	-2,4	947,0	-1.035,4	3.365,3	-6,5	60.917,6	27.387,1	13.884,1	122,4	50,7	1,16	0,1376	19
4,4	6,1	3.572,7	-1.565,1	5.972,1	6,5	80.082,7	26.018,7	11.217,0	207,8	43,1	0,90	0,9897	20

Endividamento Oneroso: parte do endividamento geral da empresa não-financeira sobre a qual incidem encargos financeiros. Basicamente, refere-se ao endividamento bancário.

Nível de Endividamento Geral: relação existente no fim de exercício entre o total de endividamento (ou passivo exigível) com o patrimônio líquido, em percentagem.

Nível de Endividamento Oneroso: relação existente no fim de exercício entre o volume de endividamento sujeito a encargos e o patrimônio líquido, em percentagem.

Referências Bibliográficas

- Adrian, T. and H.S. Shin (2008). *Liquidity and Leverage*. Tech. Rep. 328, Federal Reserve Bank of New York.
- AIMA Canada (2006). Strategy Paper Series. "An Overview of Leverage: Companion Document" Number 4, October.
- Arthur, W.B., J.H. Holland, B. LeBaron, R. Palmer and P. Taylor (1997). "Asset Pricing under Endogenous Expectations in an Artificial Stock Market" in W.B. Arthur, S.N.
- Berle, Adolf A. e Means, Gardiner C.. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. São Paulo: Abril Cultural; 1984 (original de 1932).
- Durlauf, D.H. Lane (eds.). *The Economy as an Evolving Complex System II*, Addison-Wesley, Redwood City, pp. 15-44.
- Boss, M., H. Elsinger, M. Summer and S. Thurner (2005). "The network topology of the interbank market" in *Quantitative Finance* 4, pp. 677-684.
- Bouchaud, J.-P. (2008). "Economics needs a scientific revolution". *Nature* 455, pp. 1181.
- Brock, W.A. and C.H. Hommes (1997), "Models of complexity in economics and finance" in C. Hey, J. Schumacher, B. Hanzon, and C. Praagman (eds.). *System Dynamics in Economic and Financial Models*, Wiley, New York, pp. 3-41.
- Buchanan, M. (2008). "This economy does not compute". New York Times, Ed Op, 1 October.
- Buchanan, M. (2009), "Economics: Meltdown modelling could agent-based computer models prevent another financial crisis?". *Nature* 460, pp. 680-682.
- Doyne Farmer, J. (2002). "Market force, ecology and evolution, Industrial and Corporate Change", Oxford University Press, Vol. 11(5), pp. 895-953.
- Eisenberg, L. and T.H. Noe (2001). "Systemic risk in financial networks" in *Management Science*, Vol. 47, pp. 236-249.

Farmer, J.D. and D. Foley, (2009). "The economy needs agent-based modeling". *Nature* 460, pp. 685-686.

Freixas, X., L. Parigi and J.C. Rochet (2000). "Systemic Risk, Interbank Relations and Liquidity Provision by the Central Bank" in *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 32.

Geanakoplos, J. (1997) "Promises, promises." in W.B. Arthur, S.N. Durlauf, D. Lane (eds.). *The Economy as an Evolving Complex System II*, Addison-Wesley, Redwood City, pp. 285-320.

Geanakoplos, J. (2003) "Liquidity, Default and Crashes", in M. Dewatripont, L.P.

Hansen, S.J. Turnovsky (eds.). *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, Eighth World Congress, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 170-205.

Geanakoplos, J. (2009). "The leverage cycle", Tech. rep., National Bureau of Economic Research Macro-Annual.

Greenspan, A. (2008). *Testimony by Alan Greenspan to the House Oversight Committee*. October.

Iori, G., R. Reno, G. De Masi, G. Caldarelli (2007). "Correlation of trading strategies in the Italian interbank market" in *Physica A* 376, pp. 467-479.

Lux, T. and M. Marchesi (1999) "Scaling and criticality in a stochastic multi-agent model of a financial market" in *Nature*, Vol. 397, pp. 498-500.

Mariana Mazzucato. *A new global economic consensus*. University College London, 14th October 2021. <https://socialeurope.eu/a-new-global-economic-consensus>

Peston, R. (2009). "Why Bankers Aren't Worth It". BBC, 3 July 2009.

Stefan Thurner - OECD (2012). *Systemic Financial Risk*. OECD Reviews of Risk Management Policies, OECD Publishing.

<http://dx.doi.org/10.1787/9789264167711-en>

Obras do Autor com *links* para *download*

Fernando Nogueira da Costa – *Transdisciplinaridade* out 2021

Fernando Nogueira da Costa - Tradução de Extratos do Livro de Karen Petrou - *Motor da Desigualdade*. 2021

Fernando Nogueira da Costa – *Post-Keynesianism and Horizontalism*. Reedição bilíngue do original publicado em 2001.

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo e Democracia segundo Schumpeter*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Evolução Sistêmica Financeira*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de *Futuro do Emprego*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Ortodoxia X Heterodoxia na Economia*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Formação e Mercado de Trabalho de Economistas*. setembro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Economia de Mercado de Capitais à Brasileira*. agosto 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política e Planejamento Econômico*. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. Política Econômica e Planejamento Volume I. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Política Econômica e Planejamento* Volume II. julho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Socialismo*. junho 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Conduzir para não ser Conduzido – Crítica à Ideia de Financeirização*. maio 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Estudo do Plano Biden*. Blog Cidadania & Cultura. abril 2021

Thomas Piketty e outros. Tradução de extratos de: *Clivagens Políticas e Desigualdades Sociais*. abril 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Castas e Párias*. Blog Cidadania & Cultura. março de 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Finanças Comportamentais para Trabalhadores*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. Blog Cidadania & Cultura; março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Por Uma Teoria Alternativa da Moeda*. Tese de Livre Docência, defendida 1994 e reeditada em março de 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução Comentada do livro de Richard Hildreth. *História dos Bancos*. março 2021.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução de Resumo do livro de John Zysman. *Governos Mercados e Crescimento – Sistemas Financeiros e Política Industrial*. fevereiro 2021.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos e Banquetas: Evolução do Sistema Bancário com Inovações Tecnológicas e Financeiras*. janeiro 2021

Fernando Nogueira da Costa. *Aprendizagem e Ensino de Economia*. dezembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. Tradução e Resumo da História de Wall Street. novembro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. Breve História Comparativa de Bancos de Negócios. Blog Cidadania e Cultura, novembro 2020.

Fernando Nogueira da Costa. Metodologias em Economia: Apostila com Extratos de Traduções. outubro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *O Trabalho: Capital Acumulado*. julho de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Grande Depressão Deflacionária*. junho 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Vamos Salvar o Brasil*. junho de 2020

RAY DALIO e outros. Tradução: *Populismo – Falar em Nome do Povo*. Junho 2020.

RAY DALIO. Tradução: *Crise da Grande Dívida*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Mercados e Planejadores Imperfeitos*. Blog Cidadania e Cultura; maio de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Estatais sob Estado Mínimo*. Blog Cidadania e Cultura; abril de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Pensamento Sistêmico sobre Complexidade*. Campinas Blog Cultura e Cidadania; abril de 2020

Fernando Nogueira da Costa. *Capital e Dívida: Dinâmica do Sistema Capitalista*. março de 2020

Fernando Nogueira da Costa (org.). *Economia em Documentários: Coletânea de Textos para Discussão em Seminários*; março de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia em 10 Lições – 2a. Edição* fevereiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Economia Monetária e Financeira 2a. Edição* Revista janeiro de 2020.

Fernando Nogueira da Costa. *Ciclo: Intervalo entre Crises*. 2019

A Professora (Maria da Conceição Tavares) e seu Livro. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Estado da Arte da Economia*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *A Vida está Difícil. Lide com Isso*. 2019

Fernando Nogueira da Costa. *Cartilha de Finanças Pessoais*. 2019.

Fernando Nogueira da Costa. *Crônicas Econômicas: debater, bater rebater e combater*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Pensar o Brasil no século XXI*. 2018

Fernando Nogueira da Costa. *Intérpretes do Brasil*. 2018

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Sociologia e Comportamentos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Política*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História Geral*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História dos Povos*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – História do Brasil*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Finanças*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia Mundial*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Economia*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Ciência e Filosofia da Mente*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Biografia e Futebol*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte de Comunicar*

Fernando Nogueira da Costa – *Leituras de Cabeceira – Arte do Roteiro*

Fernando Nogueira da Costa – *Complexidade Brasileira: Abordagem Multidisciplinar*

Fernando Nogueira da Costa – *Métodos de Análise Econômica*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino de Economia na Escola de Campinas – Memórias*

Fernando Nogueira da Costa. *Bancos Públicos no Brasil. São Paulo: Editora FPA - Coleção FENAE; 2016.*

Fernando Nogueira da Costa – *Ensino e Pesquisa em Economia*

Costa, F.N. (coord.), Costa, C.A.N., Oliveira, G.C. – *Mercado de Cartões de Pagamento no Brasil – 10.09.2010*

Fernando Nogueira da Costa – *Banco do Brasil 200 Anos 1964-2008*

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), próximo de sessenta livros digitais, muitos 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 inúmeras 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 9,3 milhões visitas.