JE Jornal dos Economistas

Nº 366 Fevereiro de 2020

Órgão Oficial do Corecon-RJ e Sindecon-RJ

Impactos da redução da Selic

Adhemar S. Mineiro, Carlos Pinkusfeld Bastos, Gabriel Aidar, Marcio Pochmann, Maria Lucia Fattorelli, Marcelo Dias Carcanholo e Ladislau Dowbor avaliam as consequências na economia da fixação da taxa básica de juros em seu menor patamar histórico

Fórum continua a análise da PEC do Pacto Federativo

Impactos da redução da Selic

O JE sempre criticou a fixação da Selic em altos patamares. Por uma questão de coerência, esta edição é dedicada a discutir os impactos da redução da taxa para o seu menor nível na história até o momento.

Adhemar Mineiro, da UFRRJ, alerta para a possibilidade de uma crise cambial, com a saída de investimentos em carteira, devido à redução da taxa. A evolução negativa do balanço de pagamentos e os movimentos agudos do câmbio passam a chamar a atenção dos especuladores internacionais.

Carlos Pinkusfeld e Gabriel Aidar, do IE/UFRJ, avaliam que, apesar da redução dos juros básicos ter um impacto distributivo, é frágil a confiança de que a política monetária será o instrumento que isoladamente poderá gerar a retomada sustentada da economia.

Marcio Pochmann, da Unicamp, pergunta se a economia pode voltar a crescer de forma sustentável com a queda da Selic, desvalorização cambial e redução dos custos internos. A resposta passa pela capacidade de capturar efeitos positivos da economia internacional. O Brasil erra ao apostar nos EUA, e não na China.

Maria Lucia Fattorelli, da Auditoria Cidadã da Dívida, detalha como são definidas as taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro para explicar porque, apesar da Selic em queda, ainda pagamos juros elevadíssimos. Ela atribui as elevadas taxas de juros para a sociedade em geral ao fato de o BC remunerar o depósito voluntário da sobra no caixa dos bancos.

Marcelo Carcanholo, da UFF, considera que a redução da Selic não é uma garantia de novos ares para a economia brasileira. O rentismo continua a imperar com o elevado *spread* bancário e a possibilidade de compra de ativos baratos para revenda no futuro.

Ladislau Dowbor, da PUC-SP, aponta que a Selic baixou, mas é cobrada sobre um estoque da dívida muito maior. Na lista da Forbes com os bilionários brasileiros, cuja fortuna cresceu nos últimos anos, é difícil encontrar alguém que produza: são gigantes da intermediação, que drenam recursos das atividades produtivas.

O artigo do Fórum continua a análise da PEC do Pacto Federativo, cujo objetivo é reduzir gastos obrigatórios, sob o pretexto de um ajuste fiscal.

Sumário

Selic 3
A calibragem da taxa de juros em uma economia que não sabe para onde vai
Adhemar S. Mineiro

Selic 4
As limitações da política monetária
Carlos Pinkusfeld Bastos
Gabriel Aidar

Selic 6
Resgatando a teoria furtadiana da estagnação
Marcio Pochmann

Selic 8
Porque os juros de mercado seguem altíssimos apesar da Selic em queda
Maria Lucia Fattorelli

Selic 10
A redução das taxas de juros: está tudo resolvido?
Marcelo Dias Carcanholo

Selic 12
Para onde está indo o nosso dinheiro?
Ladislau Dowbor

Fórum Popular do Orçamento 14
Pacto Federativo: financeirização e precarização

O Corecon-RJ apóia e divulga o programa Faixa Livre, apresentado por Paulo Passarinho, às segundas de 9h às 10h e de terça a sexta de 8h às 10h, na Rádio Bandeirantes, AM, do Rio, 1360 kHz ou na internet: www.aepet.org.br.

JE Jornal dos Economistas

Órgão Oficial do CORECON - RJ
E SINDECON - RJ
Issn 1519-7387

Conselho Editorial: Sidney Pascoutto da Rocha, João Manoel Gonçalves Barbosa, Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Marcelo Pereira Fernandes, Gisele Rodrigues, Wellington Leonardo da Silva, Paulo Passarinho, Sergio Carvalho C. da Motta, José Ricardo de Moraes Lopes e Gilberto Caputo Santos. **Jornalista Responsável:** Marcelo Cajueiro. **Edição:** Diagrama Comunicações Ltda-ME (CNPJ: 74.155.763/0001-48; tel.: 21 2232-3866). **Projeto Gráfico e diagramação:** Rossana Henriques (rossana.henriques@gmail.com). **Ilustração:** Aliedo. **Revisão:** Bruna Gama. **Fotolito e Impressão:** Edigráfica. **Tiragem:** 15.000 exemplares. **Periodicidade:** Mensal. **Correio eletrônico:** imprensa@corecon-rj.org.br

As matérias assinadas por colaboradores não refletem, necessariamente, a posição das entidades. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta edição, desde que citada a fonte.

CORECON - CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA/RJ
Av. Rio Branco, 109 – 19º andar – Rio de Janeiro – RJ – Centro – Cep 20040-906
Telefax: (21) 2103-0178 – Fax: (21) 2103-0106
Correio eletrônico: corecon-rj@corecon-rj.org.br
Internet: http://www.corecon-rj.org.br

Presidente: Flávia Vinhaes Santos. **Vice-presidente:** Sidney Pascoutto da Rocha. **Conselheiros Efetivos:** 1º TERÇO: (2020-2022) Arthur Camara Cardozo, Marcelo Pereira Fernandes, Sidney Pascoutto da Rocha - 2º TERÇO: (2018-2020) Antônio dos Santos Magalhães, Flávia Vinhaes Santos, Jorge de Oliveira Camargo - 3º TERÇO: (2019-2021) Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Thiago Leone Mitidieri, José Antonio Lutterbach Soares. **Conselheiros Suplentes:** 1º TERÇO: (2020-2022) Gustavo Souto de Noronha, João Hallack Neto, Regina Lúcia Gadiolli dos Santos - 2º TERÇO: (2018-2020) André Luiz Rodrigues Osório, Gilberto Caputo Santos, Miguel Antônio Pinho Bruno - 3º TERÇO: (2019-2021) José Ricardo de Moraes Lopes, Clician do Couto Oliveira.

SINDECON - SINDICATO DOS ECONOMISTAS DO ESTADO DO RJ
Av. Treze de Maio, 23 – salas 1607 a 1609 – Rio de Janeiro – RJ – Cep 20031-000. Tel.: (21) 2262-2535 Telefax: (21)2533-7891 e 2533-2192. Correio eletrônico: sindecon@sindecon.org.br

Mandato – 2017/2020
Coordenação de Assuntos Institucionais: Antonio Melki Júnior, Cesar Homero Fernandes Lopes, Sidney Pascoutto da Rocha (Coordenador Geral) e Wellington Leonardo da Silva.
Coordenação de Relações Sindicais: Carlos Henrique Tibiriçá Miranda, Gilberto Caputo Santos, João Manoel Gonçalves Barbosa, José Ricardo de Moraes Lopes.
Coordenação de Divulgação Administração e Finanças: André Luiz Silva de Souza, Gilberto Alcântara da Cruz, José Antonio Lutterbach Soares e Guilherme Tinoco Oliveira dos Anjos.
Conselho Fiscal: Jorge de Oliveira Camargo, Luciano Amaral Pereira e Regina Lúcia Gadioli dos Santos.

A calibragem da taxa de juros em uma economia que não sabe para onde vai

Adhemar S. Mineiro*

O ano de 2019 tinha tudo para ser mais um ano de uma longa estagnação que se arrasta desde 2017, depois da aguda recessão de 2015 e 2016. Entretanto, corremos o risco de enfrentar um debate do qual estávamos afastados fazia algum tempo: o da possibilidade de uma crise cambial. O desenho da conjuntura internacional, em particular a latino-americana (com crise econômica e política que se espalha por quase toda região), e o acirramento da aversão ao risco entre os investidores internacionais são dois elementos que vêm se combinando com a redução do saldo comercial e as saídas dos chamados "investimentos de portfólio" (aplicações financeiras, algumas de curto prazo) e demais remessas para o exterior, contribuindo para uma evolução rápida – e negativa – do saldo de transações correntes do país.

Vale uma observação rápida da evolução do saldo de transações correntes do Brasil, e uma observação relevante é a do déficit como percentual do PIB. A partir de dezembro de 2017, o déficit como percentual do PIB cresce quase que continuamente de -0,73% até alcançar -3,00% em outubro de 2019. Essa evolução negativa é resultado em especial da queda do resultado da balança comercial em 2019, e das remessas para o exterior no período anterior.

Na balança comercial, as exportações caíram quase 9%, as importações também caíram (cerca de 3%), a corrente de comércio caiu cerca de 6%, enquanto que o saldo da balança comercial para a comparação dos mesmos períodos de janeiro a novembro do ano em curso e do anterior recuou quase 27%. Evidente que parte disso tem relação com a queda dos preços das *commodities* – o que mais do que tudo evidencia os riscos de configurar uma integração no comércio internacional centrada em *commodities*. Além disso, temos a crise econômica no principal parceiro econômico do Brasil no caso da exportação de bens manufaturados, a Argentina.

De todo modo, os números do comércio internacional têm mostrado um ambiente hostil e preocupante, para os que apostam neste como estratégia de crescimento. De acordo com a OMC, as perspectivas de crescimento do comércio internacional em 2019 caíram de 2,6% em abril desse ano para cerca de 1,2% em outubro (queda a menos da metade, informações em https://www.wto.org/english/news_e/pres19_e/pr840_e.htm).

Finalmente, vale observar a saída de investimentos em carteira ("portfólio"). De acordo com o Banco Central, entre janeiro e outubro de 2019 teriam saído cerca de US$ 6,25 bilhões (de acordo com a já citada *Nota para a imprensa - 25/11/2019*). Parte dessa saída de capitais se explica pelo ambiente internacional de aversão ao risco em países emergentes, e parte pela redução da remuneração mais importante para esses capitais que entram, a taxa de juros.

Essas movimentações da taxa de câmbio representam impactos reais na taxa de inflação, que tende a subir em função dos preços dos componentes importados na produção interna, da "indexação" que o dólar estadunidense acaba representando na economia brasileira e pelos preços dos bens cotados no mercado internacional, como carnes, óleo de soja, petróleo e outros. Esses mecanismos fazem com que variações para cima do valor do dólar tendam a pressionar os preços, o que acaba influindo na discussão sobre a taxa de juros interna.

A redução das taxas de juros influencia ainda as finanças públicas. Estima-se em cerca de 25% a redução do gasto financeiro no ano que vem, com uma taxa SELIC de 5%.

Os desdobramentos da conjuntura recente no Brasil colocam elementos de continuidade – um cenário internacional adverso, a estagnação da produção e do emprego e renda, a crise das finanças públicas – mas acendem um sinal até aqui amarelo para uma nova dimensão que não estava presente até aqui.

A evolução negativa do balanço de pagamentos e os movimentos agudos da taxa de câmbio passam a chamar a atenção. Assim como os predadores que esperam sinais para identificar os elementos frágeis de uma manada e escolher a presa, os especuladores internacionais começaram a identificar dificuldades do Brasil com o seu setor externo. Até aqui, dificuldades parecem ser administráveis por conta das reservas acumuladas entre 2006 e 2012, mas esse nível de reservas nunca foi testado por um ataque especulativo mais forte.

Quanto à calibragem das taxas de juros, tomando em consideração a especulação com o câmbio, a estagnação econômica, as taxas de inflação ou o gasto financeiro, o governo parece seguir sem saber exatamente o que quer com a fixação dos juros.

* É economista e doutorando do PPG-CTIA/Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro.

As limitações da política monetária

Carlos Pinkusfeld Bastos*
Gabriel Aidar**

O debate sobre taxa de juros é bastante amplo e complexo, contemplando aspectos relativos tanto à sua determinação quanto a impactos no conjunto da economia, sendo que as interpretações sobre ambos divergem radicalmente dependendo das abordagens teóricas utilizadas. Além dessas duas questões gerais, no caso brasileiro, as elevadas taxas de juros nos anos recentes ainda suscitaram um debate particular sobre a sua "originalidade" frente à experiência internacional. Apesar da quantidade e complexidade dos temas, buscaremos neste artigo cobri-los brevemente, começando pela originalidade dos juros extremamente elevados.

Inicialmente pode-se ver no gráfico 1 que, apesar de elevados, os juros reais *ex-post* são tendencialmente cadentes desde 1999. Há diversas explicações concorrentes para explicar tal redução, mas uma explicação direta para tal fato é o abandono da âncora cambial adotada no Plano Real, que permitiu uma maior flexibilidade na política de juros pós-1999. Aqui é importante destacar que se entende essa taxa básica de juros como uma variável exógena determinada pelo Banco Central. Se, por um lado, as evidências para uma suposta dependência da taxa básica de juros de indicadores fiscais ou expectacionais são, no mínimo, questionáveis, a restrição externa e a necessidade de se atrair capitais para compensar a conta corrente brasileira, historicamente negativa, são importantes parâmetros para os juros brasileiros. Vale anotar que a relação entre juros e determinação dos preços, no Brasil, passa, primordialmente, por um canal do câmbio, via choque de oferta e não da demanda. Dessa forma, a elevação do diferencial entre os juros domésticos e os internacionais ao atrair dólares valoriza o câmbio, com um impacto de redução de custos e, consequentemente, da inflação. O gráfico 2 mostra como os choques externos de commodities, já levando em conta o efeito do câmbio, ajudam a explicar as variações da taxa de inflação.

Entretanto, mesmo dentro desta tendência de queda de juros, pode-se identificar alguns subperíodos com características peculiares. A elevadíssima taxa de taxa de juros básica real, que era de 20% em média entre 1995 e 2000, se reduz, no período de 2000 a 2010, para 8,5% em média, com o relaxamento da restrição externa. Este valor tem uma nova queda expressiva para 4,5% entre 2007 e 2015, sofrendo uma elevação para 6,4% no governo Temer, entre 2016 e 2018, para cair de forma persistente até chegar ao valor corrente de menos de 3,3%. Vale registar que apesar de todo *hype* em torno do historicamente baixo valor nominal, em termos reais, durante todo o ano de 2013, registaram-se taxas mais baixas que as atuais, em decorrência da forte e rápida queda promovida pelo governo Dilma Rousseff, em 2012.

O exame dessa série de juros deixa claro que há duas questões que devem ser compreendidas: o nível dos juros e as oscilações que a série apresenta. Quanto ao nível, inicialmente é importante registrar que os juros domésticos possuem, como já dissemos, um piso determinado por fatores exógenos: a taxa básica de juros internacionais, somada ao risco país e à expectativa de desvalorização cambial. Pode-se ver, então, como a trajetória dos juros domésticos está diretamente relacionada à dos juros internacionais e risco. Assim, uma redução dos juros externos e/ou do risco país abre a possibilidade para redução dos juros. Outro ponto importante diz respeito à dinâmica própria do risco-país, o qual depende, fortemente, da evolução das condições externas de liquidez internacional, incluindo aí o próprio juro básico internacional. Assim, a queda dos juros de 2003 em diante, que se vê no primeiro gráfico, em boa parte se explica por fatores externos de melhora das contas externas do país e redução de juros internacionais.

Ainda assim, mesmo havendo uma tendência declinante, há oscilações nos juros domésticos que são explicadas pela política de metas de inflação adotada desde 1999. Nesse caso, existe um "mandato" sob o qual o Banco Central é obrigado a reagir com elevações das taxas de juros frente a uma elevação da inflação, ou quando esta se afasta do centro da meta. Esse é o caso, por exemplo, do ano mencionado anteriormente, 2013, quando a taxa de juros real se situou numa faixa de 1,4%, cerca de 1% abaixo da taxa média recente.

Contudo, devido a uma inflação que se afastava da meta, foi necessário um novo ciclo de elevação dos juros. Vale mencionar que nesse período, houve repique inflacionário motivado por choques de custos, principalmente em decorrência da desvalorização cambial no período e do maior repasse desses custos para ganhos salariais – permitidos devido a um maior poder de barganha dos trabalhadores e pela própria institucionalidade de aumentos reais do salário mínimo. Em 2015, um novo choque de preços monitorados (gasolina e eletricidade) e a manutenção de uma pressão de desvalorização do câmbio exigem novo aumento nominal dos juros.

A forte elevação dos juros nominal a partir de 2013 é então seguida por um aumento dos juros reais em 2016, quando a inflação desacelera rapidamente. Esse recuo esteve principalmente associado à valorização do câmbio e ao comportamento dos preços monitorados após o choque de 2015. Isso possibilitou ao Bacen realizar uma persistente redução dos juros num padrão cíclico consistente com o passado histórico deste século. Ademais, com os juros mundiais muito baixos e o risco país em torno de 300 pontos, o chamado piso dos juros permitiu essa forte queda. A partir do final de 2016, o Bacen volta a reduzir a taxa de juros

Gráfico 1

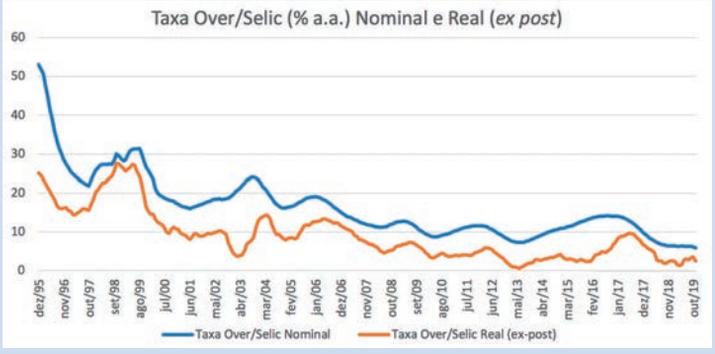


Gráfico 2

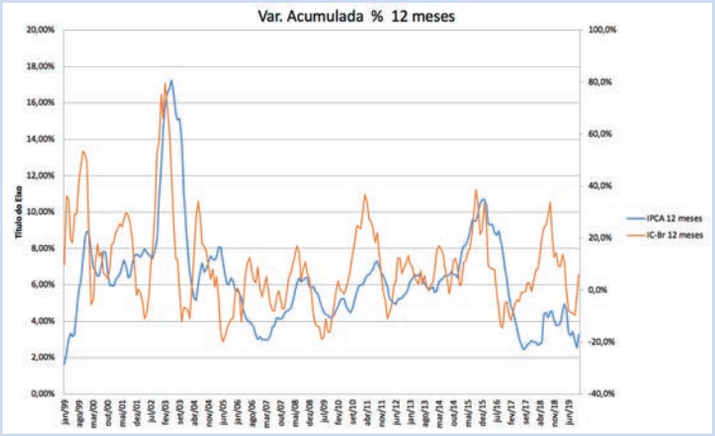
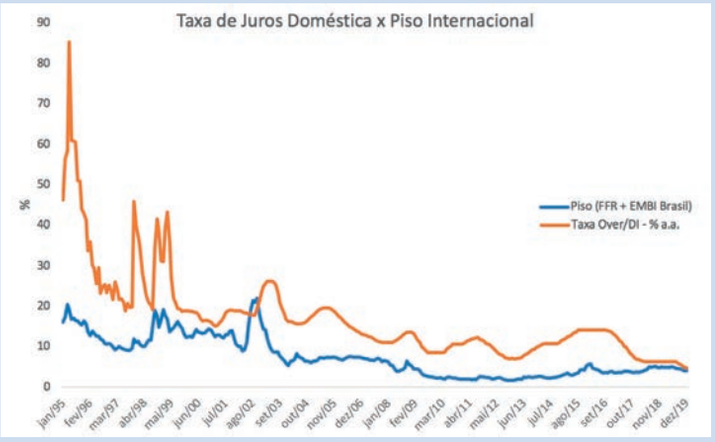


Gráfico 3



nominal (a taxa real só começa a cair em meados de 2017).

Como dito anteriormente, não batemos ainda valores reais observados anteriormente; entretanto, a partir de julho deste ano, vem sendo registrado um resultado negativo diário no fluxo de dólares, com o Banco Central gastando dólares para tentar conter, sem sucesso, a trajetória de desvalorização cambial. As consequências inflacionárias desse repique cambial certamente serão amortecidas por um mercado de trabalho bastante fragilizado e um efeito menor da indexação dos preços administrados. Mesmo assim, e dependendo do valor desse repique, será interessante observar se o Banco Central deixará de cumprir seu mandato de combate à inflação dentro do regime de metas e mesmo, é de se perguntar, se o nível de juros doméstico é compatível com um fluxo cambial capaz de "fechar" o balanço de pagamentos, dado o valor do déficit de transações correntes. Ou seja, assim como ocorreu em 2013, é improvável que o Banco Central fique inerte frente a uma situação de deterioração cambial/inflacionária. Até aqui a formulação de um cenário para uma provável elevação nominal dos juros segue o *script* de um banco central que está constrangido tanto pela política de metas de inflação quanto pela necessidade de atração de dólares para fechar o balanço de pagamentos. Entretanto, o quanto essa possível rodada de elevação nominal aumentará os juros reais é uma questão que mais uma vez trará à baila o debate sobre a economia política dos juros, ou seja, a capacidade de pressão política das classes proprietárias por uma transferência regressiva de renda por parte do estado via pagamento de juros.

A despeito da discussão sobre o nível dos juros, a eventual pressão para a taxa de juros face à deterioração das contas externas fragiliza ainda mais a estratégia do governo de colocar o peso da recuperação da economia na política monetária. A primeira questão relacionada a essa fragilidade diz respeito ao elevadíssimo *spread* dos empréstimos cobrados pelos bancos. No último ciclo de oscilação dos juros, os *spreads* acompanharam o ciclo de elevação e redução da Selic, ou seja, a elevação do custo do crédito resultou da soma do aumento do custo básico e do *spread* bancário, assim como o barateamento foi decorrente da queda dos dois componentes. Essa queda do *spread*, no entanto, não foi nem de longe proporcional à queda dos juros básicos. Por exemplo, a queda da média do *spread* sobre recursos livres foi de cerca de 35% (de 42,4 para 27,8%) enquanto a taxa Selic foi cortada a menos de sua metade pelo Banco Central (de 13,75 a 5%). Ademais, o ciclo de redução de *spread* parece encerrado, ou seja, há uma elevação média em 2019 frente a 2018. Há, assim, uma certa ambiguidade nos dados recentes de crédito para consumo (pessoa física): embora se identifique um crescimento real, puxado principalmente pelo financiamento para aquisição de automóveis, a perspectiva de que os juros não cairão mais de forma expressiva não fornece uma expectativa de que o crédito teria capacidade de puxar uma recuperação vigorosa da economia. O provável repique inflacionário com impacto negativo sobre o salário real e as medidas de fragilização do emprego certamente comprometerão a renda dos trabalhadores, o que, somado à limitada geração de empregos formais, terá um impacto negativo sobre o consumo e a demanda por crédito.

Haveria ainda a possibilidade de a taxa de juros afetar positiva e significativamente o investimento privado. Contudo, essa ideia esbarra em uma série de limitações de diversas naturezas: desde a crítica teórica e empírica a uma relação sistemática inversa entre juros e investimento, passando pela existência de uma capacidade ociosa significativa que certamente inibe a disposição do empresário em aumentar ainda mais sua capacidade produtiva.

Apesar da redução dos juros básicos ter um impacto distributivo favorável, a confiança que a política monetária será o instrumento que isoladamente poderá gerar a retomada sustentada da economia é frágil do ponto de vista teórico e empírico e se confronta com a discussão que ocorre nos países desenvolvidos, que justamente sublinha a limitação dessas políticas, enfatizando a necessidade da utilização de políticas fiscais expansionistas. Além disso, tendo em vista a deterioração do resultado recente das transações correntes, parece-nos que o Bacen pode ser confrontado com a necessidade de aumento dos juros nominais caso a rápida desvalorização cambial comece a ter reflexo nos preços. Dessa forma, o cenário de juros nominais e reais baixos pode ser extremamente instável face à situação das contas externas do país.

* É PhD pela New School for Social Research e professor do IE/UFRJ.

** É doutorando em Economia pelo IE/UFRJ e pesquisador visitante da Universidade de Columbia, NY.

Resgatando a teoria furtadiana da estagnação

Marcio Pochmann*

A economia brasileira, decorridos mais de três anos do golpe de Estado que retirou a presidenta democraticamente eleita, em 2016, segue estagnada em patamar levemente acima do estabelecido pela mais grave recessão já experimentada no país. Esta constatação, guardada a devida proporção, estabeleceria alguma conexão com a Teoria da Estagnação Econômica de Celso Furtado propositada diante do avanço da ditadura civil-militar a partir de 1964, mas que terminou sendo criticada, posteriormente, por Serra e Tavares[1]?

Para tanto, cabe destacar que, na turbulência dos anos 1960, a saída autoritária na época expressou a desistência burguesa à aliança democrático-popular pela realização das necessárias reformas estruturais para superar o subdesenvolvimento que encharcava o capitalismo brasileiro. A preferência pela submissão do que havia de burguesia interna ao posto rebaixado de sócio menor do capitalismo internacional permitiu que a expansão acelerada da economia brasileira, transcorrida na época, pudesse ser tratada enquanto contraposição ao risco de avanço possível da Revolução Cubana no continente americano, em plena Guerra Fria (1947-1991).

Meio século depois, o país se defrontaria novamente com as evidências de novo golpe de Estado, validado, de certa forma, por votos nas eleições municipais de 2016 e presidenciais de 2018. Mesmo assim, a solução arbitrária para o *impeachment* de Dilma não permitiria negar a existência de dois projetos distintos de país, sendo, por um lado, o igualitário, a combinar democracia com crescimento econômico e inclusão social e, por outro, o desigualitário, que comprometeria a democracia e encadearia o decrescimento econômico e a exclusão social.

Nessa perspectiva, o Golpe de 2016 também poderia ser compreendido como uma espécie de segunda desistência histórica das classes dominantes ao projeto desenvolvimentista conduzido pela liderança dos governos petistas (2003-2015). Ou seja, a aceitação por parte dos dominantes da teoria do realismo periférico, a identificar o país como incapaz de exercer qualquer protagonismo no plano internacional, comprometido com a valorização da vantagem comparativa de produzir com mão de obra mais barata possível e exportar mercadorias assentadas em recursos naturais.

Assim, a nova dependência externa brasileira estaria instalada desde 2016, com o curso da destruição interna das condições objetivas para a escolha própria tanto da possibilidade do crescimento econômico sustentado como da capacidade de retomada ampla do desenvolvimento. O esvaziamento da autonomia nacional para o estabelecimento de um ciclo produtivo expansivo decorreria do fim da industrialização, considerada a coluna vertebral do desenvolvimento da nação, e da degradação geral dos mecanismos de financiamento a médio e longo prazo da economia, do sistema nacional de invovação tecnológica e do deslocamento do padrão de consumo dos endinheirados da produção nacional, associado à importação e turismo externo.

Nesses termos, o país estaria regredindo à condição da procissão de milagres, descrita por Sérgio Buarque de Holanda no seu livro *A Visão do Paraíso*, que teria predominado desde o início da colonização lusitana (1500) até o final da República Velha (1889-1930). O avanço da dependência externa terminaria por determinar o tipo de produção interna a ser fomentado para a exportação, conforme demonstraram os ciclos econômicos anteriores do açúcar, ouro, borracha, café e agora, cada vez mais, dos bens do agronegócio.

Diante do movimento atual de queda nominal e real na taxa básica de juros, combinado com a desvalorização cambial e a redução nos custos internos, especialmente do trabalho, haveria possibilidade da economia brasileira alçar novamente uma trajetória de crescimento sustentável? Para chegar à resposta almejada, caberia considerar previamente a respeito das premissas pelas quais o Brasil poderia capturar efeitos positivos da economia internacional, sobretudo dos Estados Unidos.

Isso porque o distanciamento nacional a qualquer protagonismo na política externa, cultivado desde o Golpe de 2016, afastou o Brasil da América Latina e dos BRICS, especialmente a China, o que o recolocou, fundamentalmente, na dependência extrema do centro capitalista mundial. Acontece que o centro do capitalismo tem perdido dinamismo econômico, conforme atesta a literatura especializada através da referência à estagnação secular[2].

Os Estados Unidos, em especial, expressam os dilemas capitalistas em melhor plano em decorrência dos sinais crescentes de sua própria decadência. A política externa norte-americana da dominação global por acordos comerciais, em maior ou menor medida desde Bill Clinton (1993-2001), foi rompida por Donald Trump ao adotar formas mais sofisticadas para evitar a decadência econômica, comercial e tecnológica perante a ascensão chinesa.

Para tanto, a difusão, não somente estadunidense, dos diversos esquemas associados às "guerras híbridas", do uso do *lawfare* e de outros mecanismos voltados à de-

sestabilização das nações. No caso chinês, ademais, a guerra se apresenta publicamente pelos Estados Unidos como comercial, embora pareça funcionar como mero pano de fundo da disputa extremada em torno da emergência do novo paradigma tecnológico, cuja posição norte-americana aponta decrescente.

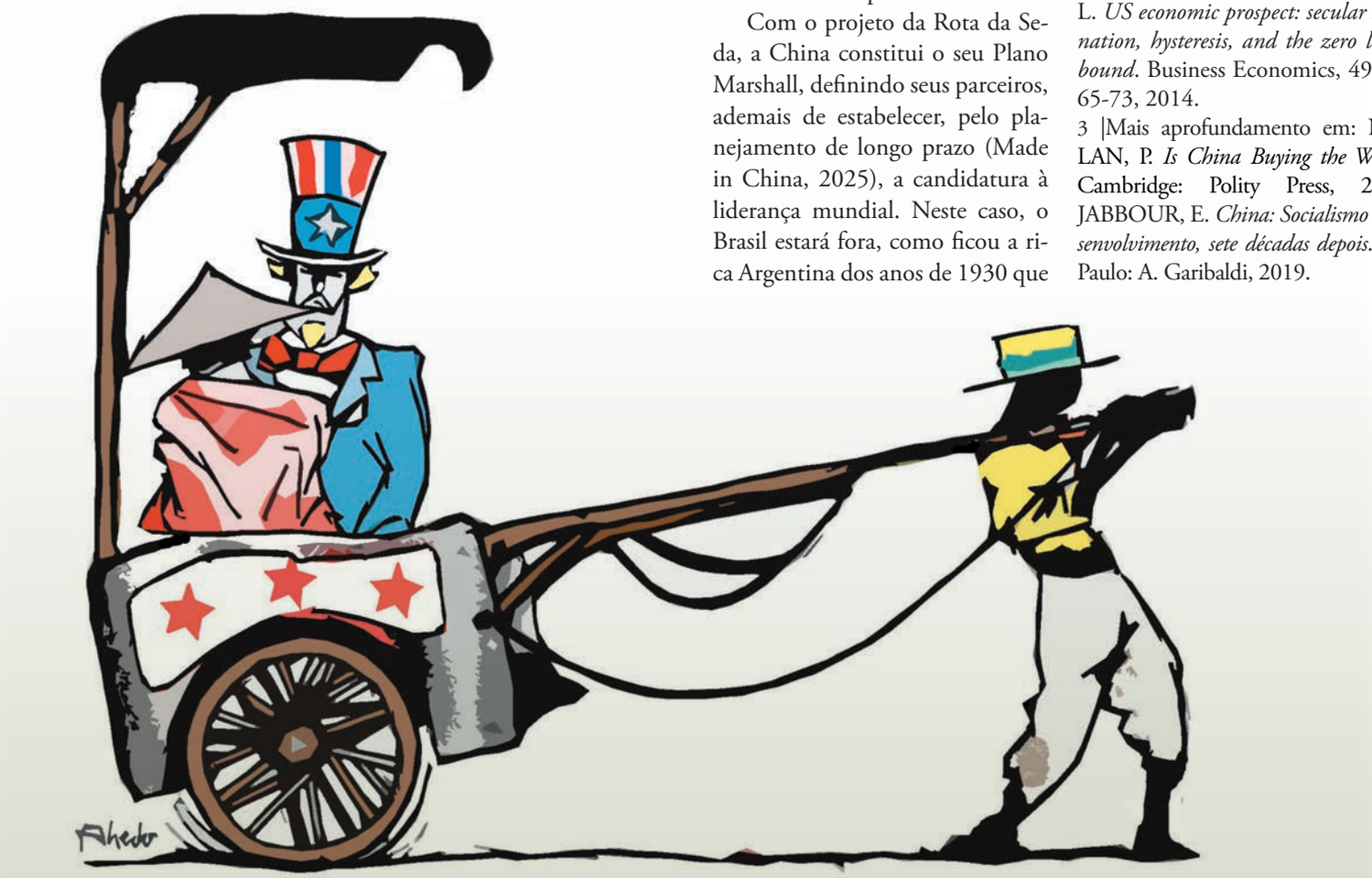
Acontece que em quase quatro décadas de globalização, o centro capitalista se mostrou cada vez mais contaminado pelo processo de financerização da riqueza, o que tornou os donos do dinheiro com crescente aversão ao risco de investir produtivamente. A dominância financeira da acumulação capitalista não apenas gerou a *performance* de estagnação secular como a preferência do consumo associada à lógica do endividamento e da desigualdade social extrema.

Diferentemente disso, a China aproveitou, inicialmente, a onda da globalização desde a década de 1980 para capturar investimentos produtivos e absorver tecnologia externa na forma de *joint-ventures.* Na sequência, realizou ampla e profunda reforma em suas empresas estatais para elevar e melhorar a coordenação socialista dos investimentos, antecipando-se à dinâmica dependente da demanda interna.

Dessa forma, a China se estruturou distintamente do modelo soviético, por constituir processo de fusão e aquisição intraestatal que resultou na formação de menos de 100 grandes conglomerados estatais em postos estratégicos, todos dotados de gigantescos bancos com ampla capacidade de financiamento de médio e longo prazo[3]. Perante o padrão de competitividade estabelecido na economia mundial movida pelas corporações transnacionais em busca acirrada das vantagens competitivas, a China montou o seu arcabouço industrial-financeiro-institucional organizador de estrutura produtiva alavancado no seu próprio sistema nacional de inovação tecnológica (introdução do sistema da "destruição criativa" de Schumpeter, ausente no modelo da URSS).

Em síntese, percebe-se que ao final do primeiro quartel do século 21, a articulação financeira, tecnológica, produtiva e distributiva do socialismo de mercado chinês parece deter o sentido de superioridade relativa às iniciativas privadas das corporações capitalistas demasiadamente contaminadas pela financeirização da riqueza e pela aversão ao risco de investir produtivamente.

Com o projeto da Rota da Seda, a China constitui o seu Plano Marshall, definindo seus parceiros, ademais de estabelecer, pelo planejamento de longo prazo (Made in China, 2025), a candidatura à liderança mundial. Neste caso, o Brasil estará fora, como ficou a rica Argentina dos anos de 1930 que resolveu acompanhar a decadência inglesa, ao contrário do Brasil, que soube abandonar a Inglaterra para surfar com os EUA da época. Talvez por isso que a teoria furtadiana da estagnação econômica ganhe mais atualidade contributiva na análise sobre o Brasil submetido aos governos neoliberais desde o golpe de 2016.



* É professor do Instituto de Economia e pesquisador do Centro de Estudos Sindicais e de Economia do Trabalho, ambos da Universidade Estadual de Campinas.

1 Sobre isso, ver: FURTADO, C. *Subdesenvolvimento e estagnação na América Latina*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1968; SERRA, J. ; TAVARES, M. Além da estagnação. In: *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro.* Rio de Janeiro: Zahar, 1977.

2 Mais detalhes em: GORDON, R. *The rise and fall of American growth.* Princeton: PUP, 2016; SUMMERS, L. *US economic prospect: secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound*. Business Economics, 49 (2): 65-73, 2014.

3 |Mais aprofundamento em: NOLAN, P. *Is China Buying the World?* Cambridge: Polity Press, 2012; JABBOUR, E. *China: Socialismo e desenvolvimento, sete décadas depois*. São Paulo: A. Garibaldi, 2019.

Porque os juros de mercado seguem altíssimos apesar da Selic em queda

Maria Lucia Fattorelli*

No momento em que os jornais estampam que os juros atingem o menor nível da história, é fundamental conhecer como são definidas as distintas taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro para empresas, pessoas e para o setor público, a fim de entender porque, apesar da Selic em queda, ainda pagamos juros elevadíssimos e somos o país que mais gasta com juros.

Enquanto toda a economia brasileira fica emperrada e definha, principalmente devido ao elevado custo do dinheiro, o único beneficiário desse gasto excessivo com juros são os bancos, que batem recordes de lucros a cada trimestre. E o maior responsável é o Banco Central do Brasil (BC).

É necessário modificar a política monetária do país e retirar o poder supremo dos bancos de decidir à vontade sobre as taxas de juros praticadas, além de proibir o alastramento do esquema fraudulento denominado "Securitização de Créditos Públicos", que tem se mostrado como uma forma de rentismo ainda mais privilegiada e indecente.

Por que os juros são tão elevados no Brasil?

Os juros são elevadíssimos no Brasil principalmente por dois motivos: primeiro, porque o Banco Central (BC) gera escassez de moeda na economia e segundo, porque o próprio mercado financeiro detém o poder de decidir sobre as taxas praticadas.

A escassez de moeda se dá na medida em que o BC aceita o depósito voluntário (atualmente de cerca de R$1,1 trilhão) de todo o dinheiro que sobra no caixa dos bancos, e remunera diariamente essa montanha de dinheiro.

Diante dessa benesse, por que razão os bancos iriam correr riscos para emprestar para o público em geral, se podem receber remuneração diária e garantida pelo BC? Só emprestam a juros exorbitantes!

Não é difícil imaginar o que ocorreria se o BC interrompesse esse privilégio de remunerar diariamente toda a sobra de caixa dos bancos: é evidente que eles passariam a se esforçar mais para emprestar à sociedade em geral e as taxas de juros de mercado cairiam para patamares civilizados, como ocorre em todos os demais países do mundo.

De forma bem simplificada, poderíamos distinguir 4 grupos de taxa de juros:

Taxa Selic: Taxa básica divulgada pelo Copom, após reuniões trimestrais que o Banco Central realiza com representantes do mercado financeiro, em flagrante conflito de interesses, pois a recomendação desses especialistas é adotada sem qualquer crivo ou sequer debate por parte do Congresso Nacional.

Conforme informado pelo BC à CPI da Dívida Pública[1], a determinação da Selic não obedece a uma fórmula matemática, mas sim às mencionadas "apresentações técnicas". Ao final, é o próprio mercado que define a taxa Selic.

Taxa de Juros sobre os títulos da dívida pública: Esta também acaba sendo definida pelos *dealers* – seleto grupo de instituições financeiras que detêm o privilégio de participar dos leilões de títulos da dívida pública emitidos pelo Tesouro Nacional e leiloados pelo Banco Central.

Na prática, os títulos têm sido vendidos a taxas bem superiores à Selic, pois os *dealers* só compram os títulos quando as taxas alcançam o patamar que desejam. Generosamente, o BC atende e lhes oferece elevadas taxas de juros.

Para citar apenas um exemplo, quando a Taxa Básica (Selic) se encontrava no patamar absurdo de 14,25%, títulos da dívida interna chegaram a ser negociados a 16,4% em 29/09/2015, as quais continuarão a ser pagas até 2023, quando vencem tais títulos!

Atualmente, apesar da Selic em 4,5%, o custo médio da dívida pública federal nos últimos 12 meses está próximo de 9% ao ano, ou seja, o dobro da Selic!

Juros exorbitantes sobre dívida pública gerada ilegalmente: Trata-se das taxas de juros que incidem sobre a nova modalidade de geração de dívida pública ilegal, por meio do esquema da chamada "Securitização de Créditos Públicos".

Esse esquema usa uma empresa estatal (Sociedade de Propósito Específico – SPE – a exemplo da PBH Ativos S/A em Belo Horizonte, a CPSEC S/A em São Paulo, entre outras) que emite papéis financeiros (debêntures), com garantia estatal, e oferece juros estratosféricos.

No caso da PBH Ativos S/A, esses papéis pagaram juros de 23% ao ano em 2015, calculados com base no IPCA + 11%! Esse esquema vem se alastrando por diversos estados e municípios, embora não exista autorização legal para isso, uma vez que o PLP 459/2017 e a PEC 438/2018, que visam "legalizar" esse esquema absurdo, ainda não foram aprovados no Congresso Nacional.

Essa nova forma de geração de dívida pública com juros exorbitantes segue uma engenharia financeira complexa e não transparente, para esconder o grave fato de que essa dívida ilegal é paga por fora dos controles orçamentários, mediante a entrega do fluxo de arrecadação tributária aos investidores.

Esse escândalo está virando um modelo de negócios aplicado a diversos ativos públicos relevantes (*royalties* do petróleo e participações especiais do pré-sal no Rio de Janeiro[2] e extração de nióbio em Minas Gerais[3]).

A instituição financeira que faz a estruturação desses negócios é que indica a taxa de juros que incidirá sobre os papéis (debêntures sênior) emitidos pela empresa (ou fundo) estatal criado para operar o esquema.

Juros de mercado: O mercado financeiro cobra à vontade os juros que bem entende sobre empréstimos, cheque especial, cartão de crédito etc. Primeiro porque não há regulamentação alguma que limite os juros: cabe ressaltar que desde 2003 foi revogada a parte do Art. 192 da Constituição que limitava os juros reais ao patamar de 12%, acima do qual se configuraria a prática da usura.

Em segundo lugar, a escassez de moeda gerada pelas "Operações Compromissadas", que têm sido usadas de forma abusiva no Brasil para remunerar a sobra de caixa dos bancos, provoca elevação brutal das taxas de juros de mercado. Por isso, o Brasil tem o maior volume de Compromissadas e a maior taxa de juros de mercado do planeta.

Em todos os quatro casos exemplificados acima, é o próprio mercado financeiro que define as taxas de juros, com a colaboração da política monetária suicida praticada pelo BC. Também são os bancos os que mais lucram com os juros, em todas as situações. Por isso, no momento, apesar da Selic em queda, seguimos sendo o país que mais gasta com juros.

A justificativa que tem sido dada para a utilização abusiva das "Operações Compromissadas" (que gera escassez de moeda na economia), aliada à aplicação de altas taxas de juros no Brasil, tem sido o "combate à inflação", o que não se aplica, pois o tipo de inflação que temos no Brasil decorre do abusivo aumento do preço de tarifas e de alguns alimentos.

A inflação que existe no Brasil não reduz com o aumento dos juros. O controle inflacionário somente via altas taxas de juros consta do Decreto 3.088/1999, editado a mando do FMI, braço do BIS, em evidente conflito com o disposto na Lei 4.595/64 (art. 3º inciso II), que o PLP 112/2019 quer revogar para "legalizar" o procedimento adotado pelo BC.

Vivemos uma verdadeira ciranda financeira no Brasil. Nada de discussão se existem recursos orçamentários para pagar os elevados juros incidentes sobre os títulos da dívida pública; ou sequer preocupação de onde virão os recursos.

As limitações da "Lei de Responsabilidade Fiscal" não se aplicam à "política monetária". Ou seja, se os recursos orçamentários existentes no orçamento federal não são suficientes para pagar juros, são emitidos novos títulos da dívida e esses são utilizados para pagar juros. Isso mesmo. Estamos emitindo títulos para pagar grande parte dos juros nominais incidentes sobre a dívida pública, o que fere a Constituição Federal, art. 167, III, que proíbe a contratação de dívida para pagar despesas correntes, como temos denunciado desde a CPI da Dívida em 2010.

A PEC 438/2018, em tramitação na Câmara dos Deputados, busca revogar esse dispositivo constitucional, ao mesmo tempo em que abre a possibilidade de pagamentos por fora do orçamento, por meio do esquema da Securitização de Créditos.

É por isso que denunciamos o Sistema da Dívida e exigimos a realização da auditoria. Esse poderoso esquema está provocando enorme lesão aos cofres públicos e à sociedade, além de aumentar de forma exponencial a própria dívida, comprometendo o nosso futuro.

Conclusão

Longe de nos aproximarmos de uma política monetária que favoreça a economia do país, o que observamos é o impressionante aumento do poder do mercado financeiro, que já não quer "apenas" os elevados juros da dívida pública e o que cobra do público em geral, mas quer se apoderar diretamente da arrecadação tributária e de outros ativos públicos (petróleo, nióbio e outros minerais, etc.) por meio do novo esquema fraudulento da chamada Securitização de Créditos Públicos, que escancara o desvio de recursos para bancos privilegiados a juros exorbitantes. Por isso, é urgente interromper o alastramento dessa aberração, arquivando-se tanto o PLP 459/2017 como a PEC 438/2018.

Adicionalmente, é preciso acabar com o poder supremo dos bancos para decidir à vontade sobre as taxas de juros praticadas, além de modificar a política monetária do país, para que o Banco Central regule a cobrança dos juros e pare de remunerar a sobra de caixa dos bancos.

---

* É Coordenadora Nacional da Auditoria Cidadã da Dívida (www.auditoriacidadada.org.br e https://www.facebook.com/auditoriacidadada.pagina). Membro da Comissão de Auditoria Oficial da Dívida Equatoriana, nomeada pelo Presidente Rafael Correa (2007/2008). Assessora da CPI da Dívida Pública na Câmara dos Deputados (2009/2010). Convidada pela Presidente do Parlamento Helênico, deputada Zoe Konstantopoulos, para integrar a Comissão de Auditoria da Dívida da Grécia em 2015.

1 Ofício 1007/2009-BCB-Secre, de 09.12.2009 e Ofício 999/2009-BCB-Diret.

2 Ver artigo *Desvio de recurso vira modelo de negócios: securitização e Riopreviência*. Disponível em https://bit.ly/36ps5Yc

3 Apresentação em audiência pública realizada pela ALMG em 25/11/2019. Disponível em https://auditoriacidadada.org.br/video/fattorelli-denuncia-esquema-de-securitizacao-em-minas-gerais/

A redução das taxas de juros: está tudo resolvido?

Marcelo Dias Carcanholo*

Em outubro de 2016, o Banco Central iniciou uma trajetória de redução das taxas de juros, que chegou ao final de 2019 ao patamar de 4,5% anuais. Esse patamar inédito dos juros básicos de nossa economia leva os defensores históricos da redução das taxas de juros a se perguntarem se a política econômica não estaria, agora, no rumo correto.

À primeira vista, deve-se ressaltar que os juros básicos da economia brasileira poderiam estar em patamares ainda menores. Dado o comportamento da inflação, o Banco Central poderia reduzir ainda mais os juros básicos, sem comprometimento de sua regra de política monetária com base em metas inflacionárias. Já daí poderia advir uma primeira crítica. A política monetária ainda é arrochada, pois poderia ser mais folgada. Mas, mesmo assim, parece que ao menos a direção dessa política apontaria para o "caminho correto". Como sempre, a economia não é fielmente retratada em suas aparências mais explícitas.

Em primeiro lugar, as taxas de juros tendem a apresentar um comportamento pró-cíclico. Isto significa que elas tendem a subir em momentos de crescimento da economia, em função da forte elevação da demanda por crédito, tanto de capital como de consumo, e a cair em períodos de crise, justamente porque aquela demanda se reduz. É verdade que existe certa defasagem temporal, uma vez que, por exemplo, no imediato pós-crise os agentes econômicos que se endividaram no período anterior de crescimento ainda precisam saldar seus débitos, em um momento em que suas receitas se reduziram. Assim, esses agentes continuam pressionando pela demanda o mercado de crédito, fazendo com que as taxas de juros ainda subam nesse curto prazo. Passado esse efeito defasado, o comportamento pró-cíclico das taxas de juros se impõe. Assim, taxas baixas de juros são, normalmente, sinais de recessão econômica. A economia brasileira tem visto esses baixos juros básicos porque está em recessão!

Em segundo lugar, é preciso sempre lembrar que os juros domésticos de uma economia dependente da economia mundial se definem por outra variável. As taxas domésticas de juros têm que ser superiores às taxas internacionais para manter uma paridade no risco de inversão por parte dos capitais internacionais. Neste sentido, nossos juros só puderam baixar porque os juros mundiais também foram reduzidos. E estes últimos se encontram em patamares baixos porque a economia mundial ainda teima em sair da crise que vivencia desde 2007. No momento em que a economia mundial se recuperar, o que tende a aliviar nosso cenário externo, ao menos do ponto de vista da demanda por nossas exportações, os juros internacionais tenderão a subir, e como somos uma economia dependente, os nossos também.

Alguém que considere estes argumentos próprios de um ranzinza, ou com "viés ideológico", sem boa vontade com o atual governo, pode argumentar que, independente de tudo isso, os impactos internos dos juros domésticos reduzidos são uma boa notícia. Afinal, juros menores incentivam os investimentos privados, que aumentam o crescimento econômico e a demanda por mão de obra, além de reduzirem o déficit público no que se refere às despesas financeiras e, com isso, a própria dívida pública. Adicionalmente, juros menores tendem a desvalorizar a taxa de câmbio, incentivando exportações e propulsionando outro componente da demanda agregada que reforçaria o cenário de crescimento econômico.

Esse argumento sem "viés ideológico", com "boa vontade" com o atual governo, até seria verdadeiro, em abstrato. Ou seja, desconsiderando todas as outras variáveis da economia, juros menores tendem, de fato, a apresentar essas consequências. Entretanto, desconsiderar as outras variáveis é, no mínimo, um equívoco. Firmas só ampliam seus planos de produção, incluindo investimentos e demanda por mão de obra, se esperarem uma retomada da demanda por suas produções. No cenário recessivo que vivenciamos, isso não passaria de um *wishful thinking*. No que diz respeito ao impacto sobre a dívida pública, desconsidera-se completamente seus outros determinantes, como a variação cambial, a esterilização monetária feita pelo Banco Central para compensar os efeitos da entrada de moeda externa, dentre outros. Quanto à taxa de câmbio, por sua vez, desconsidera-se

que ela é determinada pelo diferencial dos juros domésticos frente aos internacionais. De nada adianta os primeiros se reduzirem se isso apenas expressa a redução dos segundos. Além disso, a taxa de câmbio é determinada também pela variação esperada dos ativos domésticos e pelos indicadores de vulnerabilidade externa. Mesmo com tudo isso em consideração, desvalorizações cambiais não trazem apenas o efeito benéfico da expansão das exportações. Elas também impactam no crescimento das dívidas indexadas em dólar, elevando a fragilidade financeira da economia, e no crescimento do nível geral de preços, uma vez que alguns preços básicos refletem as variações cambiais.

Outra questão importante é que a redução dos juros básicos não leva, necessariamente, à diminuição dos juros na outra ponta, no crédito final para consumidores e firmas. A taxa Selic é taxa de juros que incide sobre títulos públicos federais em operações compromissadas, e, portanto, diz mais respeito à relação entre o governo que emite esses títulos e os atores do mercado financeiro que os compram. Ainda que sejam taxas de juros de referência para os outros mercados, as taxas de juros destes últimos ainda possuem outros determinantes. Como a estrutura do mercado bancário brasileiro é extremamente concentrada, as reduções dos juros básicos da economia, basicamente o custo de captação desses bancos, terminam por não serem repassadas para o outro lado de atuação dos mesmos, os juros cobrados de quem toma empréstimos bancários. A diferença entre a taxa média de juros do ativo bancário e a taxa média de juros de seu passivo é o conhecido *spread* bancário, e este, dada a estrutura concentrada do mercado bancário, é o principal responsável pela não chegada da redução dos juros básicos para o demandante final de crédito. Discursos como o da elevada inadimplência não passam de tergiversações comprometidas com o interesse nos ganhos nesse mercado.

Esta última desmistificação nos leva para um terreno ainda mais importante. Se os elevados juros foram interpretados como a definição do caráter rentista das oligarquias brasileiras e transnacionais, a redução dessas taxas não seria um sinal de fim/diminuição do rentismo no Brasil? Evidentemente que não. Em primeiro lugar, justamente pelo argumentado no parágrafo anterior. Em segundo lugar, os ganhos financeiros não se limitam às taxas de juros que incidem sobre os distintos títulos de dívida. Outra forma de elevar o retorno do investimento é a valorização propiciada pelo diferencial entre o preço de compra de um ativo e sua revenda. Assim, quando se espera que o preço de um ativo vá subir no futuro, os investidores compram esse ativo pelo valor presente, esperando revendê-lo mais adiante com a valorização esperada de capital. Como vivenciamos uma forte recessão, segundo alguns a maior de toda a história da economia brasileira, é justamente em momentos como esses que os preços dos ativos se encontram em menores patamares. É precisamente apostando em valorizações futuras que os capitais especulativos tendem a comprar esses ativos no presente, para revendê-los posteriormente. É o momento onde se acentua a concentração/centralização de capital, assim como a desnacionalização e novas privatizações.

Por tudo isso, a atual redução da taxa básica de juros está longe de ser uma garantia de novos ares para a economia brasileira. Em abstrato, juros menores sinalizariam um melhor cenário que juros maiores. No plano concreto, os sinais não apontam melhores perspectivas.

* É professor associado da Faculdade de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF).

Para onde está indo o nosso dinheiro?

Ladislau Dowbor*

Primeiro, a coisa óbvia: nosso problema não é falta de dinheiro. Com um PIB de 6,8 trilhões de reais, e uma população de 210 milhões, o que produzimos hoje representa 11 mil reais por mês por família de 4 pessoas. Com o que produzimos hoje, mesmo sem procurar uma igualdade opressiva, apenas uma desigualdade menos obscena, dá para todos viverem de maneira digna e confortável. Nosso problema não é pobreza, e sim desgoverno. Ou, para dizê-lo de maneira hoje atualizada, é falta de governança, de fazer o conjunto funcionar.

Na minha modesta aritmética econômica – sou avesso à econometria – faço as contas, *follow the money* por assim dizer, apresentando o fluxo financeiro integrado. Calculando o quanto se tira da capacidade de compra das famílias por meio do absurdo nível de juros sobre o cheque especial, do rotativo do cartão, dos crediários e do empréstimo bancário, somando os juros sobre os créditos concedidos às empresas, chegamos a 1 trilhão de reais. Dado que coincide com os cálculos das financeiras, apresentados na manchete dominical do Estadão de 18 de dezembro de 2016: "Crise de crédito tira R$1 tri da economia e piora recessão". São 15% do PIB esterilizados, transformados em lucros financeiros. Acrescentem a isso os R$ 300 a R$ 400 bilhões transferidos para os que aplicam as suas fortunas em títulos da dívida pública, e chegamos a 20% do PIB, alimentando fortunas. A taxa Selic baixou, realmente, mas é cobrada sobre um estoque da dívida muito maior. Em 2018 o Estado foi desfalcado em R$ 320 bilhões. São lucros e dividendos que, uma vez distribuídos, desde 1995 sequer pagam impostos. É um dreno poderoso.

Piketty abriu a caixa do capitalismo moderno para constatar que no século 21 rende mais fazer aplicações financeiras do que investir na produção. E o dinheiro segue naturalmente para onde rende mais. O capitalismo do século passado, que tanto criticávamos por explorar os trabalhadores, pelo menos investia, produzia bens e serviços de razoável utilidade, gerava empregos e pagava impostos. O do século 21 não investe, não produz e sequer paga impostos. Harvey diz corretamente que não se trata de "capital no século 21" e sim de patrimônio, porque não retorna ao processo produtivo senão marginalmente.

Sem entrar em excessivos detalhes, lembremos que a tributação no Brasil não só não corrige os desequilíbrios, como os agrava, pela estrutura regressiva na cobrança dos impostos e favorecimento dos mais ricos na alocação. E também que, segundo o *Tax Justice Network*, o Brasil tem cerca de 520 bilhões de dólares em paraísos fiscais, mais de 2 trilhões de reais que nem produzem nem pagam impostos. Acrescentem o vazamento que representam as seguradoras, as pensões complementares e os planos de saúde – fundos que "aplicam" em vez de investir, e temos aqui mais uma obviedade: a nossa economia está vazando por todos os lados. Apresentamos esses dados, com detalhes e fontes, no nosso *A Era do Capital Improdutivo*, em texto impresso, online, em vídeos e em plataformas de discussão. É aritmética, só não vê quem não quer. Aliás, a capacidade de não ver pode ser impressionante.

Os americanos nos ajudam a ver. A revista *Forbes*, em edição especial de 2019, traz em detalhe quem são os 206 bilionários brasileiros. A importância deste levantamento é óbvia. Primeiro, porque é confiável, a revista é americana e entende de bilionário, a imprensa brasileira não faz levantamentos deste tipo. Segundo, é um artigo em que os donos das fortunas, felizes em aparecer na Forbes, em vez de se esconder e de esconder como chegam às fortunas, aparecem sorridentes e orgulhosos. Afinal, é uma a revista que já explicita para quem é escrita: acima das manchetes se recomenda aderir à "*Forbeslife* - carros, jatos e iates: chegou a hora de escolher o seu". Sim, caro leitor, o artigo que aqui analiso não foi escrito para você, foi escrito para eles mesmos, os bilionários. A nós interessa muito, pois este grupinho de bilionários constitui o lastro do poder real, o *deep power* do país. E representa um poder impressionante de sucção dos recursos financeiros.

Tomemos o número 2 da lista, Joseph Safra. Hoje, Joseph "tem um império bancário que leva seu nome: é dono do Banco Safra (Brasil), do J. Safra Sarasin (Suíça) e do Safra National Bank (EUA). É dono, ao lado do bilionário José Cutrale, da gigante Chiquita Brands, maior produtora de bananas do mundo". Ter um pé na Suíça é ótimo para um banco, todos eles hoje têm pés em paraísos fiscais. Outro pé nos Estados Unidos ajuda, faz parte da articulação com a nossa economia. E Chiquita é o nome simpático hoje adotado pela antiga United Fruit, que de tantos crimes, golpes e mortes – é a empresa de bananas que aparece no *Cem Anos de Solidão* – decidiu mudar de nome. Mas o essencial para nós é que o patrimônio do Joseph Safra é de R$95,04 bilhões, e que nos meses entre março de 2018 e março de 2019 aumentou em R$19,31 bilhões. Sem precisar produzir nada, apenas amealhando dividendos. É o que Marjorie Kelly (e tantos outros) hoje chamam de "capitalismo extrativo". São 19 bilhões, dois terços do Bolsa Família, em 12 meses, para uma pessoa.

O artigo apresenta a imagem de conjunto: em 2012, tínhamos no Brasil 74 bilionários, que dispunham de uma fortuna total de 346 bilhões de reais. Em 2019, são 206 bilionários, com uma fortuna total de R$ 1.205,8 bilhões (17,7% do PIB brasileiro). Como se acelerou de maneira tão dramática o enriquecimento dos bilionários no Brasil? Implicaria, imaginamos, um crescimento dinâmico da economia? Sabemos, na realidade, que desde 2013, que é quan-

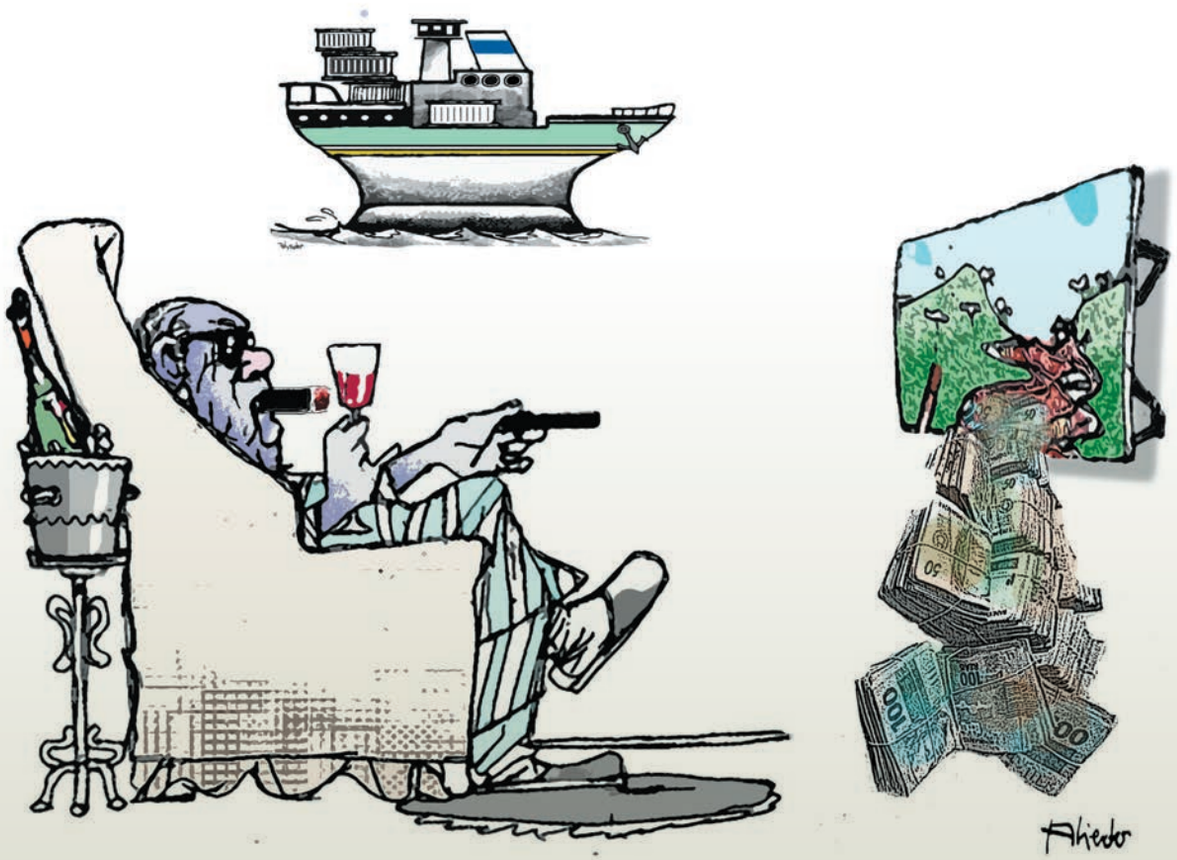
do, com manifestações e boicote, começa o ataque generalizado ao modelo distributivo, o PIB do Brasil não só não cresceu como, depois de dois anos de recessão em 2015 e 2016, continua paralisado. Estão, para dizê-lo claramente, se entupindo de dinheiro, e não ver a relação entre o enriquecimento dos mais ricos e a paralisia da economia sugere analfabetismo econômico. O dinheiro não pode simultaneamente alimentar ganhos especulativos e evasão fiscal e financiar investimentos produtivos. Entre março 2018 e março 2019, os bilionários brasileiros aumentaram a sua fortuna em R$230,2 bilhões, 8 vezes o Bolsa Família. A economia brasileira cresce menos de 1%, sequer acompanha a progressão demográfica, implicando uma queda do PIB *per capita* do país. Há seis anos disseram que estariam "consertando" a economia. Na realidade, estão drenando.

Analisando um por um os bilionários, é impressionante a dificuldade de se encontrar alguém que produza algo. Seguindo as classificações do próprio artigo, basicamente, trata se de donos de bancos, de holdings financeiras, de acionistas e controladores acionários, de fundos de investimento (no sentido virtual de "investimento", naturalmente), de donos de cotas acionárias, de holdings familiares, de "investidores", e aparece até um "proprietário de terras cultivadas" (fortuna 118). Naturalmente não se trata de Jorge Luiz Silva Logemann, dono desta fortuna de R$ 2,68 bilhões, de efetivamente se aproximar das terras cultivadas.

Já vimos acima como em 12 meses Joseph Safra aumentou a sua fortuna em R$ 19 bilhões. Mas a instituição de Roberto Balls Sallouti, a BTG Pactual Holding, "só no segundo trimestre de 2019, anunciou um salto de 56% no lucro líquido, para R$971 milhões. Sallouti é membro do conselho de administração do Mercado Livre." (fortuna 116) Associar este pequeno clube de magnatas financeiros que drenam as capacidades produtivas do país ao conceito de "mercado livre" é de causar arrepios a quem já leu Adam Smith. Aliás, vários bilionários aumentaram as suas fortunas na esfera do BTG Pactual. É bom lembrar que o banco tem 38 filiais em paraísos fiscais, e tem como atividade principal gestão de fortunas, tecnicamente *asset management.*

A análise detalhada das 206 fichas que este dossiê da Forbes apresenta é muito produtiva, pois constatamos que não só se tratam de gigantes de intermediação, na realidade atravessadores das atividades produtivas, como estão intensamente interligados. Vamos encontrar no imenso dreno econômico que representa o Itaú pelo menos 13 das grandes fortunas apresentadas no relatório. No conjunto, são poucas famílias, muito interligadas, e constituindo um poderoso *cluster* de poder financeiro e político. Drenam as capacidades econômicas da população, das empresas produtivas e do próprio Estado. A leitura deixa claro porque este país com tantos ricos está paralisado.

Frente ao dreno geral deste capital improdutivo, atribuir os nossos problemas aos velhinhos que envelhecem demais e criariam problemas no orçamento é francamente um insulto à inteligência elementar. Lembrando que temos apenas 33 milhões de pessoas formalmente empregadas no país, para uma força de trabalho de 105 milhões, ou seja, só 31% do total. E temos 37 milhões em atividades informais, o que somado aos 13 milhões de desempregados, significa que 50 milhões de trabalhadores estão fora do sistema. A solução não está no apertar o cinto, austeridade para os que já estão na austeridade, mas cobrar os impostos devidos dos que ganham sem produzir, pois talvez, ao ver as suas fortunas tributadas, se interessem por fazer algo de útil. No essencial, o que precisamos é produzir. O empresário efetivamente produtor não precisa de discurso ideológico ou de "confiança": precisa de famílias com poder de compra, para ter para quem vender, e de juros baixos para poder investir. Neste Brasil de grandes parasitas, ele não tem nem uma coisa nem outra.



* É economista, professor na pós-graduação da PUC-SP e consultor de várias agências da ONU. Os seus estudos estão disponíveis em http://dowbor.org, em particular *A Era do capital improdutivo* e *O pão nosso de cada dia*, além do artigo *A burrice no poder*. Contato ldowbor@gmail.com

Pacto Federativo: financeirização e precarização

Na atual política econômica brasileira, há um objetivo que parece prevalecer acima de todo o resto: o equilíbrio fiscal. Atrelada a isso está a noção de que é necessário um maior controle dos gastos públicos, com a diminuição e/ou precarização do papel do Estado como provedor de serviços. Nesta edição, daremos continuidade ao tema abordado em janeiro no Jornal dos Economistas: o Pacto Federativo. Nosso enfoque será justamente o paradigma neoliberal do equilíbrio fiscal e, mais especificamente, o ataque à seguridade social e ao funcionalismo público, bem como a flexibilização orçamentária por meio da desobrigação, da desvinculação e da desindexação.

A priorização da dívida em detrimento da Seguridade Social

A Proposta de Emenda à Constituição (PEC) 188/2019 pretende adicionar o art. 164-A à Constituição Federal (CF), para garantir o controle de gastos e o pagamento da dívida como prioridade na condução da política econômica: "A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios conduzirão suas políticas fiscais de forma a manter a dívida pública em níveis que assegurem sua sustentabilidade".

Mas a mudança que chama mais atenção é aquela proposta pelo art. 7º da PEC, que define que "o excesso de arrecadação e o superávit financeiro das fontes de recursos, apurados nos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da União, com exceção daqueles decorrentes de vinculação constitucional e de repartição de receitas com Estados, Distrito Federal e Municípios, serão destinados à amortização da dívida pública federal". Essa determinação destrói as bases da estrutura orçamentária brasileira e não apenas se soma à Desvinculação de Receitas da União (DRU)[1] no sentido de prejudicar a seguridade social, mas, na prática, extingue o Orçamento da Seguridade Social (OSS). Isso porque, ao destinar qualquer potencial superávit para o pagamento da dívida, a PEC 188 acaba com a razão de ser do OSS, criado justamente para que determinados recursos (as chamadas contribuições sociais) estivessem vinculados a determinadas despesas (saúde, assistência social e previdência). Atualmente, o superávit do OSS deve ter as seguintes destinações: maiores gastos com a seguridade social e/ou o acúmulo de reservas que garantam a sustentação dessas despe-

sas em momentos de déficit, sem prejuízo da utilização de recursos complementares do Orçamento Fiscal, já que a lógica estabelecida pela CF[2], que a PEC 188 pretende reverter, é a prioridade das despesas do OSS.

Ao contrário do que se pode pensar, a ideia da existência de superávit no OSS não é algo distante. Segundo a Anfip (Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil), entre 2008 e 2015, o superávit total do OSS atingiu R$ 471 bilhões[3]. Nas palavras do seu presidente: "A partir de 2016, a Seguridade apresentou necessidade de financiamento (...). Essa necessidade de financiamento tem pontos que devem ser reconsiderados, que são as renúncias fiscais, ausência de um crescimento econômico, desemprego alarmante, decréscimo do Produto Interno Bruto (PIB)"[4]. Ou seja, até 2015, o OSS foi superavitário e o déficit atual é conjuntural. Assim, uma recuperação na economia poderia resultar em novos resultados superavitários, que deixariam de ser aplicados em saúde, assistência social e previdência.

Estado de Emergência Fiscal

A PEC 188 também cria o estado de "Emergência Fiscal"[5]: no caso dos estados e municípios, quando a despesa corrente exceder 95% da receita corrente, e no caso da União, quando as operações de crédito excederem as despesas de capital por meio da autorização do Congresso[6]. Nessas situações, ficaria vedada a criação de qualquer despesa obrigatória, como a realização de concursos públicos e a criação de cargos que impliquem aumento de despesa. Também seria permitida a redução temporária da jornada de trabalho dos servidores em até 25%, com redução proporcional dos subsídios e vencimentos, assim como a suspensão de seu direito constitucional à revisão geral anual da remuneração (art. 37, X, CF). Em caso de dificuldade no cumprimento do limite de Pessoal[7], as despesas com cargos em comissão e funções de confiança devem ser reduzidas em pelo menos 20%. Isso se agrava com a inclusão, pela PEC, das despesas com pensionistas neste limite, o que exigirá uma compressão ainda maior dos gastos com pessoal. Dessa forma, é evidente o foco em medidas de ataque ao funcionalismo público, considerado responsável pelo aumento da despesa corrente.

Os três D's

Outro enfoque da PEC é a flexibilização do orçamento através dos "três Ds": desobrigação, desindexação e desvinculação.

Desobrigação

Em relação à desobrigação de despesas, uma das medidas mais alarmantes é a soma dos percentuais mínimos para saúde e educação. Atualmente, a CF estipula que os estados devem destinar pelo menos 12% de sua receita líquida de impostos (RLI) à saúde, enquanto a União e os municípios, 15% (art. 198, CF). No caso da educação, o percentual mínimo de gastos com Manutenção e Desenvolvimento do Ensino (MDE) é de 25% para estados e municípios e 18% para a União (art. 212, CF).

Com a PEC, seria adicionado um novo parágrafo ao art. 198 que autorizaria, na elaboração e execução do orçamento, a dedução do montante aplicado em MDE que exceder o limite constitucional para fins do cumprimento do percentual mínimo para saúde. Paralelamente, um parágrafo semelhante seria incluído ao art. 212, referente à educação. Portanto, na prática, seria feita uma unificação dos gastos mínimos nas duas áreas: a União, os estados e os municípios seriam obrigados a destinar 33%, 37% e 40% da sua RLI, respectivamente, para saúde e educação de forma agregada.

Segundo a justificativa da PEC, os governos teriam maior liberdade para alocar recursos na área que mais necessite. Contudo, a ideia dos limites mínimos é que eles sejam, justamente, um mínimo. Os recursos despendidos que superem o percentual estabelecido são muito bem-vindos, e não devem funcionar como um mecanismo de compensação.

A PEC 188 também desobriga o poder público no que diz respeito a um gasto específico com educação, que deve ser mencionado pela relevância de seu impacto social. Atualmente, o art. 213, II, § 1º, CF exige que, na falta de vagas e cursos regulares na rede pública de ensino fundamental e médio, em uma determinada localidade, devem ser ofertadas bolsas de estudo em colégios particulares para os alunos que comprovarem insuficiência de recursos. Com a mudança trazida pela PEC, as bolsas se tornam restritas ao ensino básico, e sua oferta estará condicionada: (i) à aprovação em concurso; (ii) à existência, no local de residência do estudante, de instituições de ensino privadas que estejam cadastradas neste sistema. Com isso, há uma transferência da responsabilidade sobre a suficiência de vagas do Estado para os estudantes.

Desvinculação

A maior flexibilização do orçamento também seria viabilizada pela desvinculação de receitas, expressa de modo exemplar em inúmeros dispositivos: "fica vedada a vinculação de quaisquer parcelas de receitas públicas" (art. 116, a ser incluído pela PEC ao Ato das Disposições Constitucionais Transitórias - ADCT); "Lei ou ato que implique despesa somente produzirá efeitos enquanto houver a respectiva e suficiente dotação orçamentária, não gerando obrigação de pagamento futuro por parte do erário (art. 167, § 8°, CF, a ser modificado pela PEC); "Os dispositivos infraconstitucionais (...) que vinculem receitas públicas a órgão ou despesa serão revogados" (art. 9°, § 5°, PEC 188). Ademais, a vinculação de parcela das receitas provenientes de *royalties* de petróleo às áreas da saúde e da educação seria abolida com a revogação expressa da Lei 12.858/2013 pela PEC 188.

Argumenta-se que a vinculação tira a liberdade de gestão dos recursos e dificulta a ação dos governantes. Assim, pretende-se vedar a vinculação da receita pública a órgãos, fundos ou despesas. São observadas algumas exceções, como as receitas oriundas de taxas, contribuições e doações, os Fundos de Participação dos Estados e Municípios e as vinculações constitucionais[8].

Entretanto, estudos mostram a importância da vinculação de gastos como forma de garantir um maior alcance e a qualidade de determinada despesa. No ano passado, por exemplo, elaboramos um artigo que analisava o cumprimento da vinculação orçamentária de MDE no Estado e no Município do Rio de Janeiro e que verificou sua eficácia na prática[9].

Desindexação

Por fim, a desindexação de despesas obrigatórias seria aplicada no estado de "emergência fis-

cal" previamente mencionado. Uma grande parcela dos gastos públicos tem regras próprias de crescimento: aumentam de acordo com indexadores que podem ser o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), o salário mínimo, a receita corrente líquida, entre outros. A PEC 188 propõe que essas despesas[10] sejam desindexadas, ou seja, que deixem de ser corrigidas nesses momentos de dificuldade fiscal, com exceção dos benefícios previdenciários e do benefício de prestação continuada, que continuariam a ser ajustados pela inflação.

Também no âmbito da desindexação, o art. 116, a ser incluído no ADCT pela PEC, vedaria "a obrigação de gastos referenciados a valores nominais, reais ou percentuais de quaisquer agregados fiscais e ainda de percentuais de qualquer parcela da produção, do produto e da renda apurados pelas estatísticas de Contas Nacionais do Brasil, na consecução de quaisquer objetivos e metas estabelecidos". Em outras palavras, não seria mais possível atrelar qualquer despesa à dinâmica da economia. Nesta linha, a PEC 188 revoga o art. 5° da Lei Complementar 141/2012, que exige que a União aplique em ações e serviços públicos de saúde o montante empenhado no exercício anterior acrescido de, no mínimo, o percentual de variação nominal do PIB.

Conclusão

Fica evidente que o objetivo da PEC do Pacto Federativo é reduzir gastos obrigatórios, sob o pretexto de um ajuste fiscal. Entretanto, diversas experiências históricas demonstram que a contenção de gastos é incapaz de tirar uma economia da recessão ou reequilibrar as contas públicas. Em Portugal, por exemplo, medidas austeras foram adotadas entre 2011 e 2014, porém, a relação dívida/PIB continuou crescendo. Em 2015, o Partido Socialista assumiu o governo e botou fim às políticas de austeridade. Dois anos depois, a dívida começou a cair e a tendência de queda continua até hoje[11].

No mesmo sentido, a recuperação econômica islandesa, após a crise financeira de 2008, se deu justamente pela recusa governamental em implementar as políticas de austeridade exigidas pelo FMI. Os gastos sociais foram expandidos, a renda redistribuída e o país voltou a crescer rapidamente, com quedas na taxa de desemprego[12]. No Brasil, essas políticas redistributivas seriam ainda mais eficazes, tendo em vista o tamanho de nosso mercado interno, prejudicado pela baixa renda média do país, mas potencializado pela alta propensão a consumir da parcela mais pobre da população. Nesse sentido, transferências de renda estimulariam o consumo, com efeitos sobre o crescimento econômico e o investimento privado.

Por outra perspectiva, podemos citar a recessão grega após a crise de 2011 e as atuais manifestações chilenas como exemplos do completo fracasso das políticas de austeridade fiscal e da insatisfação popular gerada pela redução dos gastos sociais, com o consequente aumento da desigualdade social e da pobreza.

No caso brasileiro, um estudo feito por professores universitários[13] demonstrou que o excesso de gastos primários não explica a evolução da dívida, mas sim as despesas com juros nominais e a recessão econômica, que não apenas reduz a contribuição do PIB para a queda do indicador, como impacta fortemente a arrecadação e afeta o resultado primário. Ademais, em contraste com a ideia de que há um crescimento acelerado dos gastos públicos obrigatórios, os dados mostram que, desde 2011, a taxa de crescimento das despesas públicas, tanto discricionárias quanto obrigatórias, caiu.

Dessa forma, a política de austeridade fiscal revela o comprometimento da política econômica com a valorização do capital na esfera financeira, através da priorização do pagamento do serviço da dívida em detrimento das despesas sociais. Além disso, a precarização e a redução do alcance dos serviços públicos, principalmente nas áreas de saúde e educação, ampliam o espaço de atuação da iniciativa privada na oferta desses serviços. Portanto, existem interesses de classe por trás dessa política, que serão transformados em preceitos constitucionais pela PEC 188.

Nesse sentido, em contraposição aos três Ds defendidos pela proposta (desobrigação, desvinculação e desindexação), consideramos que os três Ds propostos pelo sociólogo Boaventura de Souza Santos são a melhor resposta para a crise atual. Descolonizar o conhecimento e as relações sociais, marcados por uma hierarquia eurocêntrica entre brancos e não brancos, homens e mulheres. Democratizar as relações de poder, com uma maior participação popular e a consequente redução de desigualdades. Desmercantilizar a vida, de modo que bens essenciais como saúde, educação e previdência sejam acessíveis a todos, e as relações entre pessoas estejam acima das relações com mercadorias[14].

---

1 A DRU permite que o governo desvincule até 30% das receitas do OSS, com a justificativa de que isso confere maior flexibilidade ao orçamento.
2 Arts. 195, 198, § 1º, 204.
3 https://www.anfip.org.br/assuntos-tributarios-e-previdenciarios/manifesto-resultado-da-seguridade-social/.
4 https://www.anfip.org.br/assuntos-tributarios-e-previdenciarios/previdencia/analise-da-seguridade-social-e-lancada-na-camara/.
5 Ficariam inclusos os arts. 167-A e 167-B à CF.
6 Assim, a PEC 188 torna possível o descumprimento da "Regra de Ouro".
7 O limite de gasto com despesas de Pessoal é de 60% da Receita Corrente Líquida.
8 Conforme mencionado, as vinculações constitucionais da saúde e da educação não foram extintas, mas precarizadas com a soma dos percentuais mínimos.
9 Jornal dos Economistas, edição de 07/19 – "Educação não se vende, se defende".
10 A medida tem como principais alvos o abono salarial, o seguro desemprego e as emendas parlamentares.
11 https://exame.abril.com.br/economia/como-portugal-virou-o-jogo-da-recessao-ao-crescimento-economico/
12 http://brasildebate.com.br/mitos-da-austeridade-o-caso-da-islandia/.
13 https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/09/por-que-cortar-gastos-nao-e-a-solucao-para-o-brasil-ter-crescimento-vigoroso.shtm.
14 https://diplomatique.org.br/tv/os-tres-ds-de-boaventura-descolonizar-desmercantilizar-e-democratizar-entrevista-completa/

FÓRUM POPULAR DO ORÇAMENTO – RJ (21 2103-0121). Para mais informações acesse www.corecon-rj.org.br/fpo-rj e www.facebook.com/FPO.Corecon.Rj. Coordenação: Econ. Bernardo Isidio, Bruno Lins, Econ. Luiz Mario Behnken e Econ. Thiago Marques. Assistentes: Est. Amanda Resende, Est. Juliana Medeiros e Est. Laura Muniz