

análise de conjuntura

Finanças Públicas

VERA MARTINS DA SILVA

p. 3

Vera Martins da Silva comenta dados recentes relativos às finanças públicas do Brasil, como o resultado primário e nominal e a dívida líquida do governo federal.

Setor Externo

VERA MARTINS DA SILVA

p. 9

Vera Martins da Silva comenta os recentes resultados das contas externas brasileiras e destaca o aumento do déficit em transações correntes.

temas de economia aplicada

Acompanhamento das Finanças Públicas do Município de São Paulo (2017-2021)

CARLOS NATHANIEL ROCHA CAVALCANTE,
RODRIGO DE-LOSSO

p. 15

Carlos Nathaniel Rocha Cavalcante e Rodrigo De-Losso apresentam os principais indicadores das finanças públicas do município de São Paulo, resumindo as principais restrições orçamentárias da cidade e como este ente federativo tem gerido seus recursos.

A Necessária Economia Política da Taxação

FABIANA ROCHA

p. 31

Fabiana Rocha comenta algumas das dificuldades para a implementação de uma reforma tributária ampla, como o viés de *status quo* e a heterogeneidade da sociedade.

Tesouro Direto Previdência: Uma Proposta de SeLFIES Brasileiro para Auxiliar no Planejamento da Aposentadoria

MAURICIO DIAS LEISTER

p. 34

Mauricio Dias Leister comenta uma proposta da criação, no Brasil, de um título público previdenciário inspirado no Standard-of-Living-Indexed Forward-starting Income-only Securities (SeLFIES), um título público de longo prazo e indexado pela inflação, para pagamento de cupons no momento da aposentadoria.

O Novo Acordo da Argentina com o FMI e as Lições para a Discussão Econômica do Brasil

GABRIEL BRASIL

p. 38

Gabriel Brasil discute o novo acordo da Argentina com o FMI, destacando o seu ineditismo com relação às condicionantes associadas à negociação, e às lições trazidas para o debate econômico.

A Atividade Econômica em 2021

GUILHERME TINOCO

p. 41

Guilherme Tinoco analisa como se comportou a economia brasileira em 2021, baseando-se em dados da indústria, comércio e serviços, bem como utilizando o indicador agregado de atividade do Banco Central, o IBC-Br.

Relatório de Indicadores Financeiros

NEFIN-FEA-USP

p. 45

O NEFIN apresenta os principais fatores de risco utilizados na literatura, assim como o *dividend yield*, *short interest* e IVol-BR, utilizando dados brasileiros.

Nota CEMEC Fipe 01/2022: Poupança Financeira das Famílias Aumenta e não Reforça o Consumo em 2021

CEMEC-FIPE

p. 49

O CEMEC – Fipe analisa a retomada do crescimento da poupança financeira das famílias no fim do ano de 2021, revertendo a queda observada a partir de setembro, e formula algumas hipóteses sobre as razões desse desempenho.

pesquisa na fea – Economia

p. 61

Esta seção divulga a pesquisa acadêmica desenvolvida por mestrandos e doutorandos do Departamento de Economia da FEA/USP, publicando os resumos das dissertações e teses defendidas recentemente.

economia & história

Abertura dos Portos, Janeiro de 1808: Rumo à Independência do Brasil

JOSÉ FLÁVIO MOTTA

p. 64

José Flávio Motta chama a atenção para um importante episódio anterior à independência política do Brasil: a abertura dos portos do país, que abriu a nação ao comércio direto estrangeiro, ocorrido em janeiro de 1808.

Confisco (2021) e as Memórias do Plano Collor

RÔMULO MANZATTO

p. 70

Rômulo Manzatto comenta o lançamento do documentário *Confisco*, com direção de Felipe Tomazellie e Ricardo Martensen, que procura reconstituir o episódio da retenção dos ativos financeiros de pessoas físicas e empresas, no início do programa de estabilização do governo Collor.

INFORMAÇÕES FIPE É UMA PUBLICAÇÃO MENSAL DE CONJUNTURA ECONÔMICA DA FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS – ISSN 1678-6335

Conselho Curador

Simão Davi Silber
(Presidente)
André Franco Montoro Filho
Andrea Sandro Calabi
Denisard C. de Oliveira Alves
Francisco Vidal Luna
Hélio Nogueira da Cruz
José Carlos de Souza Santos
José Paulo Zeetano Chahad
Juarez A. Baldini Rizzieri

Diretoria

Diretor Presidente
Carlos Antonio Luque
Diretora de Pesquisa
Maria Helena Garcia
Pallares Zockun
Diretora de Cursos
Vera Lucia Fava

Pós-Graduação

Wilfredo Maldonado
Secretaria Executiva
Domingos Pimentel
Bortoletto
Conselho Editorial
Heron Carlos E. do
Carmo
Lenina Pomeranz



Luiz Martins Lopes
José Paulo Z.
Chahad
Maria Cristina
Cacciamali
Maria Helena G.
Pallares Zockun
Simão Davi Silber

**Preparação de
Originais e Revisão**

Alina Gasparello de
Araujo <http://www.fipe.org.br>

Editora-Chefe

Fabiana F. Rocha

Produção Editorial

Sandra Vilas Boas

análise de conjuntura



Finanças Públicas: 2021, Ano de Recuperação e Mudanças das Regras Fiscais

VERA MARTINS DA SILVA (*)

Os Resultados do Governo central mostram que durante 2021 houve forte recuperação da receita em relação a 2020 na medida em que a economia se recuperou do duro choque da pandemia e de medidas a seu enfrentamento. Simultaneamente, ocorreu uma contenção de despesas sob controle do Executivo federal enquanto a inflação corroía as despesas em termos reais.

Um novo choque fiscal atingiu as contas federais visto que o Judiciário determinou em caráter definitivo uma série de pendências jurídicas, tornando a União devedora de precatórios recordes. Então, entrou em campo a criatividade fiscal buscando abrir espaços fiscais já comprimidos pela regra do teto de gastos (Emenda Constitucional 95/2016).

1 Resultado Primário

O Déficit Primário do governo central em 2021 foi de R\$ 35 bilhões contra um déficit de R\$ 743 bilhões em 2020, resultado de um aumento de R\$ 375 bilhões na Receita Líquida de Transferências e da queda de R\$

333 bilhões da Despesa Primária. Convém registrar que a meta para o Déficit Primário tinha sido estabelecida em R\$ 332 bilhões para o ano de 2021, de modo que a política fiscal foi efetivamente muito mais restritiva do que poderia ter sido na saída do abismo econômico e grave crise social devido à pandemia.

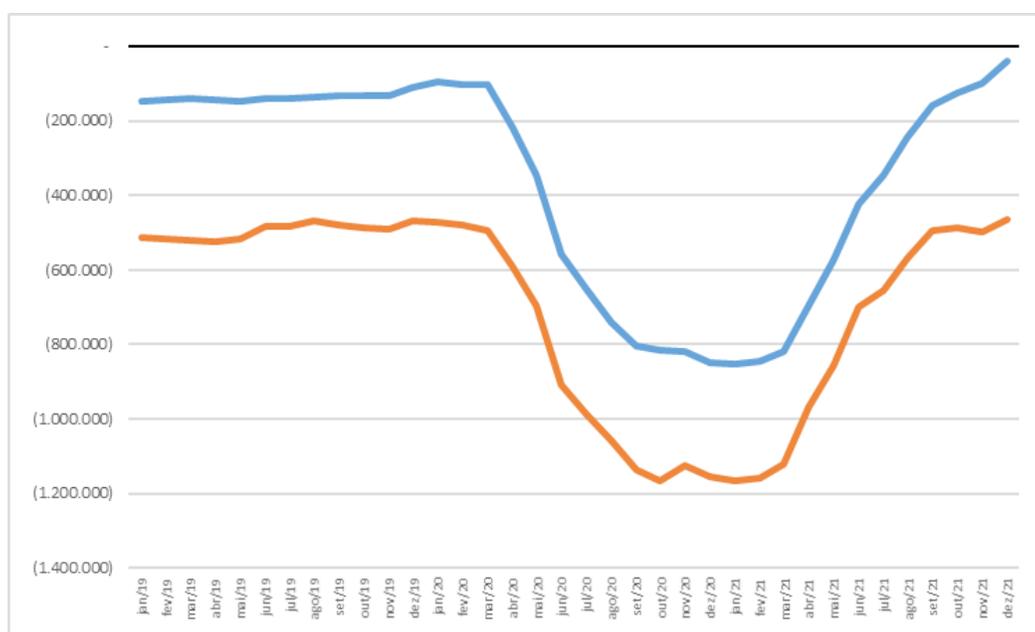
O forte resultado negativo de R\$ 484 bilhões de 2020 do Tesouro Nacional foi transformado em superávit de R\$ 213 bilhões em 2021, basicamente pela redução do apoio financeiro em decorrência da pandemia da Covid-19. Na Previdência Social, o déficit continua expressivo, de R\$ 247 bilhões em 2021, mas apresentou queda real de 12% (IPCA) em relação ao ano anterior, em função da retomada da arrecadação pelo crescimento da ocupação assim como pelas novas regras de acesso a benefícios previdenciários.

O Gráfico 1 apresenta o desempenho do Resultado Primário (exclusive receitas e despesas financeiras) e do Resultado Nominal (inclusive receitas e despesas financeiras) do governo central desde janeiro de 2019. Segundo o gráfico, depois do tombo desses in-

dicadores entre março de 2020 e março de 2021, em função da crise da pandemia da Covid-19 – que abateu receitas públicas e com as despesas aumentando para dar suporte financeiro aos agentes econômicos –, o Resultado Primário e o Nominal voltaram ao seu novo velho normal, que são déficits, embora menores do que antes da pandemia, numa economia que deixa muito a desejar em termos de dinamismo. Efetivamente, o Déficit Primário caiu 74% e o Déficit Nominal caiu

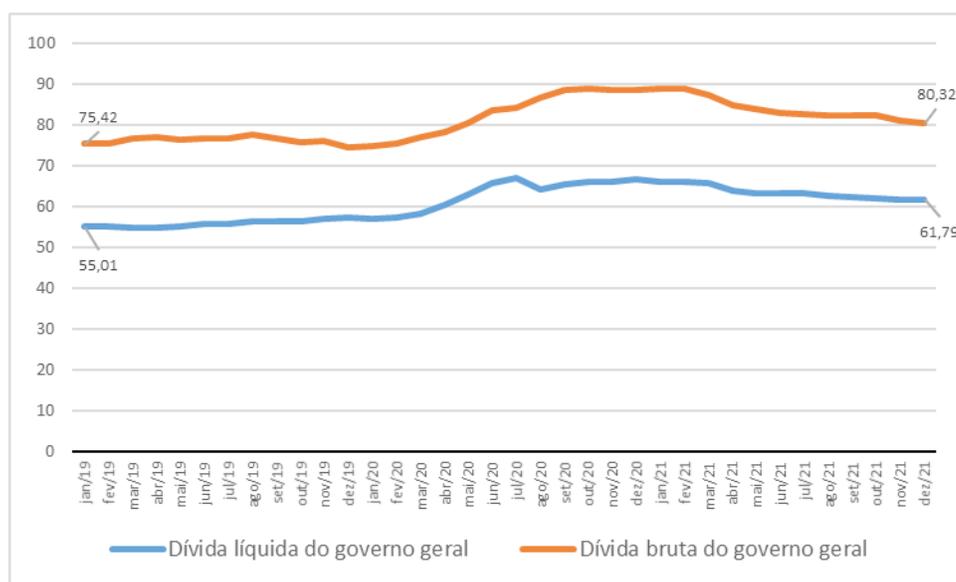
74% entre janeiro de 2019 e dezembro de 2021. O Gráfico 2 apresenta a evolução da relação dívida bruta e líquida sobre o PIB (Produto Interno Bruto) entre o início de 2019 e 2021. Destaca-se o aumento de 5 pontos percentuais do PIB da Dívida Bruta e de 7 pontos percentuais no caso da Dívida Líquida, o que reflete a piora das contas públicas nesse período tenebroso da pandemia.

Gráfico 1 - Resultado Primário e Nominal do Governo Federal, Valores Mensais Acumulados em 12 Meses, R\$ Milhões de Dez/2021 (IPCA), Jan/2019 a Dez/2021



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional, séries históricas.

Gráfico 2 - Dívida Bruta e Dívida Líquida do Governo Geral, % do PIB, Estimativa Mensal, Jan/2019 a Dez/2021



Fonte: Bacen, séries históricas.

Na comparação entre 2021 contra 2020, em termos reais (IPCA), pelo lado da receita destaca-se o aumento de R\$ 108 bilhões na arrecadação do Imposto de Renda (+25%), R\$ 36 bilhões da Cofins (+14%), R\$ 30 bilhões da CSLL (+34%), R\$ 37 bilhões em Dividendos e Participações (+501%) e R\$ 34 bilhões por Exploração de Recursos Naturais (+53%). Esses aumentos ocorreram principalmente pela retomada de atividades durante 2021, o que possibilitou também o aumento das transferências aos fundos constitucionais a Estados e Municípios (FPE, FPM e IPI-EE), que apresentaram um aumento real de R\$ 56 bilhões (+24%). Após as transferências a Estados e Municípios, a Receita Líquida da União apresentou aumento de R\$ 289 bilhões (+21%). Outra fonte importante do aumento da receita foi o aumento

do preço das *commodities*, que fez crescer a receita de *royalties* e de dividendos pagos à União.

A Despesa Total teve uma forte redução de R\$ 522 bilhões (24%), destacando-se a queda de R\$ 366 bilhões (75%) de Créditos Extraordinários ligados aos programas de apoio financeiro a pessoas no primeiro ano de combate à pandemia da Covid-19. Houve também a redução de R\$ 89 bilhões de apoio a Estados e Municípios no enfrentamento da Covid-19, que ocorreu em 2020 e não ocorreu em 2021.

Os Benefícios Previdenciários apresentaram queda real de R\$ 10 bilhões (1,3%), declínio tanto nos benefícios da área urbana quanto da área rural. Sobressai o aumento das despesas com Benefícios Previdenciários por Sentenças Judiciais

e Precatórios, de 13% nos benefícios da área urbana e de 19% da área rural. Ainda no caso de Decisões Judiciais e Precatórios relativos a despesas de custeio e capital, destaca-se uma queda de despesas tanto em termos nominais (18%) como reais (24%) de seus montantes, contenção que deverá ser repetida nos próximos anos pela mudança nas regras de pagamento dos precatórios.

Outra grande fonte de contenção de despesas em 2021 em relação a 2020 foi a queda real de R\$ 20 bilhões em despesas de Pessoal e Encargos Sociais (5%), uma fonte de tensão que deve ganhar força no primeiro semestre de 2022 com o movimento de várias categorias de servidores públicos pleiteando recuperação salarial. Caso a recuperação salarial efetivamente

ocorra, isso deve acontecer no primeiro semestre, uma vez que há um conjunto de regras oriundas da Lei de Responsabilidade Fiscal que impedem ampliação de gastos no período eleitoral.

No que se refere a despesas com Subsídios, Subvenções e Proagro, o montante em 2021 foi de R\$ 7 bilhões, tendo havido uma queda real de R\$ 16 bilhões (68%) devido à existência, durante 2020, do programa de crédito a emprego de até dois salários mínimos (Programa Emergencial de Suporte a Empregos - PESE), cujo impacto fiscal foi desaparecendo ao longo de 2021. Notar também que tem ocorrido significativa redução ao longo do tempo de despesas referentes ao Programa de Sustentação do Investimento (PSI), cujo custo em 2016 chegou a R\$ 13,5 bilhões e em 2021 foi de apenas R\$ 835 milhões.

As Despesas Discricionárias foram de R\$ 124 bilhões em 2021 – aumento real de +4,6% entre 2020 e 2021. Já o Investimento continua sendo a principal variável de controle das contas federais, tendo passado de R\$ 105 bilhões em 2020 para apenas R\$ 57 bilhões em 2021 – redução nominal de 46% e real de 41%. A redução contínua do Investimento Público é uma questão a ser enfrentada no futuro próximo, pois dificilmente a economia vai conseguir sair do marasmo em que se encontra se daqui em diante não for modificada a condição

institucional para a sua retomada. Cabe lembrar que apesar de ser possível investir por meio de concessões públicas, nem todos os gargalos são economicamente rentáveis para atrair o setor privado, de modo que o Investimento Público ainda é relevante para a economia.

2 Regras e Criatividade Fiscal

Apesar de a retórica do governo enfatizar que o Novo Regime Fiscal – o chamado regime do teto de gastos (Emenda Constitucional 95/2016) – seja o grande instrumento de controle das contas públicas, a realidade é que, inicialmente, em 2017, houve aumento de gastos fundamentais na área de saúde e educação e se imaginava que haveria reformas ao longo do tempo que fariam os gastos convergir para uma trajetória desejada. A regra funcionou até 2021, mas à medida que o tempo passava ficava mais claro o estreito caminho disponível para seu cumprimento frente à expansão dos gastos obrigatórios.

As despesas sujeitas ao teto representaram, em 2021, 98,1% do valor permitido pela Emenda Constitucional 95/2016. Portanto, o ano posterior (2022) seria o momento decisivo para um ajuste profundo com cortes e mudanças na estrutura de gastos. Entretanto, esse regime fiscal passou a ser um grande problema político já que se trata de um ano de disputa eleitoral. A solução encontrada foi diluir o pa-

gamento pelos próximos anos dos precatórios, despesas obrigatórias oriundas de decisões judiciais definitivas. Para isso, ocorreu uma forte mobilização política em torno da chamada PEC dos precatórios (ou do calote) e a introdução de uma mudança do período de cálculo da inflação para compor o montante do teto de gastos.

Depois de muitas idas e vindas pelas casas do Congresso Nacional, no final de dezembro foram aprovadas duas emendas constitucionais para abrir espaço no orçamento de 2022 para o crescimento dos gastos obrigatórios e a ampliação do programa de distribuição de renda a pessoas em vulnerabilidade, o Auxílio Brasil, as Emendas Constitucionais 113 e 114 de 2021.

No que diz respeito ao cálculo do teto de gastos, anteriormente era usada a variação da inflação entre julho do ano anterior à elaboração do orçamento até junho desse ano, devendo o orçamento ser aprovado até o final do ano para valer para o ano seguinte. Com a mudança aprovada (Emenda Constitucional 113/2021), e maliciosamente aproveitando um período de aceleração da inflação, o cálculo da inflação medida pelo IPCA a ser usada é de janeiro a dezembro do ano de elaboração do orçamento para valer para o ano seguinte. Mais especificamente, será usado o IPCA oficial de janeiro a junho e uma estimativa desse índice entre

julho e dezembro do ano da elaboração do orçamento a vigorar no ano seguinte.

Para 2022, o acréscimo de espaço fiscal decorrente dessa mudança do período de apuração da inflação sobre o teto de gastos foi estimado em R\$ 65 bilhões pela assessoria da Câmara dos Deputados. Esse espaço aberto deve ser usado apenas para a seguridade social, ou seja, em programas de saúde, previdência e assistência social, o que inclui gastos com aposentadorias e pensões e o novo Auxílio Brasil.

O grosso das modificações referentes a precatórios foi estabelecido pela Emenda Constitucional 114/2014. Primeiramente, foi estabelecido um subteto de gastos equivalente aos gastos nesse item em 2016 atualizado pelo IPCA, deduzindo-se desse montante os precatórios de pequeno valor, que ficaram fora do teto. A estimativa é de uma abertura de espaço fiscal de R\$ 44 bilhões, dos quais R\$ 39,5 bilhões ainda ficam sujeitos ao teto de gastos e vinculados à seguridade social e R\$ 4 bilhões fora do teto e sem restrições.¹ Essa nova regra para o pagamento de precatórios vai valer até 2026 e não para todo o período do Novo Regime Fiscal (regra do teto de gastos) que deve acabar em 2036, caso não seja alterada antes, o que é bem provável dada a pressão sobre o orçamento.

A ordem de pagamento dos precatórios foi assim definida: 1- requi-

sições de pequeno valor (RPV), de até 60 salários mínimos (R\$ 66 mil em 2021), que não ficam sujeitas ao subteto de gastos com precatórios; 2- precatórios de natureza alimentícia (salários, indenizações ou benefícios previdenciários) de valor até três vezes a RPV para titulares ou descendentes com idade a partir de 60 anos, ou com doenças graves ou deficiências; 3- demais precatórios de natureza alimentícia até três vezes a RPV; 4- demais precatórios de natureza alimentícia além de três vezes a RPV; 5- demais precatórios.

Uma série de opções foram criadas tirando os precatórios dos regimes de teto e subteto. Caso o detentor do crédito do precatório não entre na fila de pagamento do ano seguinte à sua expedição e deseje receber o valor em dinheiro de uma vez só, pode fazer um acordo para receber com um desconto de 40% do valor, através de ações de conciliação (*sic*) em juízo. Os precatórios poderão ser usados também para pagamento de dívidas com os entes da federação, compra de bens públicos ou pagamento de outorgas. Essas possibilidades criam incentivos para a expansão de um mercado de precatórios e aliviam a restrição de teto e subteto para a União pois os gastos para pagamento dos precatórios entre os entes federados, os precatórios usados para abater gastos com a União e por desconto por pagamentos à vista não estão sujeitos ao subteto de gastos com precatórios

nem sujeitos à regra do teto geral. Também não estão sujeitas ao teto as despesas com atualização monetária dos precatórios.

Uma das origens do expressivo crescimento dos precatórios a serem pagos pelo governo federal em 2022 foram ações judiciais relativas à discordância de vários governos estaduais referentes aos valores repassados pela União a Estados e Municípios pelo antigo Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Fundamental (Fundef). Este tipo de despesa também vai ficar fora das despesas sujeitas ao teto e à ordem de pagamentos de precatórios, devendo ter um tratamento à parte.

Isto já era de se esperar uma vez que as transferências constitucionais, incluindo o Fundef e seu sucessor, o Fundeb, não estão sujeitas ao teto. Logo, despesas de precatórios decorrentes desses fundos teoricamente também não seriam e efetivamente não farão parte dos gastos sujeitos ao teto. Entretanto, serão parcelados em três anos a partir de sua expedição, 40% no primeiro ano, 30% no segundo ano e os demais 30% no terceiro. E os Estados e Municípios que receberem esses valores devem aplicar os valores recebidos seguindo a mesma regra determinada pelo Fundef, ou seja, pelo menos 60% desse montante a pagamento de profissionais ativos e inativos, em forma de abonos, sem a incorporação desses valores a rendimentos.²

Para garantir o apoio das diversas bancadas, especialmente das bases dos prefeitos às mudanças das regras fiscais, a Emenda Constitucional 113/2021 permitiu a renegociação de dívidas previdenciárias dos Municípios com o Regime Geral do INSS com vencimento em 31 de outubro de 2021 por até 240 meses, com redução de multas e encargos. Não é de se admirar que o déficit da previdência seja de difícil resolução, pois tanto as renegociações de dívida dos entes federados quanto a expansão das despesas com pessoal são uma constante.

Uma alteração de última hora na tramitação da PEC dos Precatórios, pela Emenda Constitucional 114/2021, tornou obrigatória a existência de programa de transferência de renda permanente para brasileiros em situação de vulnerabilidade social. Isso representa um avanço em relação ao programa Bolsa Família, que, apesar do sucesso, sempre foi tido como um instrumento de pressão por sua suposta eliminação em caso de derrota nas eleições pelos grupos que o criaram.

O espaço aberto pela mudança nas regras de pagamento dos precatórios foi direcionado para ações na seguridade, com destaque para o financiamento do programa permanente de transferência de renda em 2022. Contudo, até o final de 2022 deverá ser construída uma legislação específica para o programa permanente de transferência de renda. Durante 2022 o programa pode ser executado sem a definição legal de sua fonte de financiamento, driblando, deste modo, um dos pilares da Lei de Responsabilidade Fiscal (LC 101/2000), que exige que um novo programa permanente de gastos só pode ser iniciado com a definição da origem de recursos. Assim, pelo menos em 2022 o novo programa de transferência de renda será executado sobre fundamentos frágeis e deverá ser aprimorado tendo como perspectiva um período longo de existência.

A Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) estabeleceu para 2022 uma meta de Déficit Primário de R\$ 175 bilhões para o governo federal (2% do PIB), déficit indicativo de R\$ 2,6

bilhões para Estados e Municípios, crescimento da Dívida Bruta sobre o PIB de 86,7% e da Dívida Líquida sobre o PIB de 67,1%. Tal cenário sugere um maior impulso na economia por parte do setor público.³ A partir de 2023, um novo capítulo de política e regras fiscais se abre com um novo ciclo político.

1 Cf. Agência Brasil, 26/12/2021.

2 Emenda Constitucional 114/2021.

3 Cf. Lei 14.194/2021, Anexo 4, Metas Fiscais.

(*) Economista e doutora pela FEA-USP.
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).

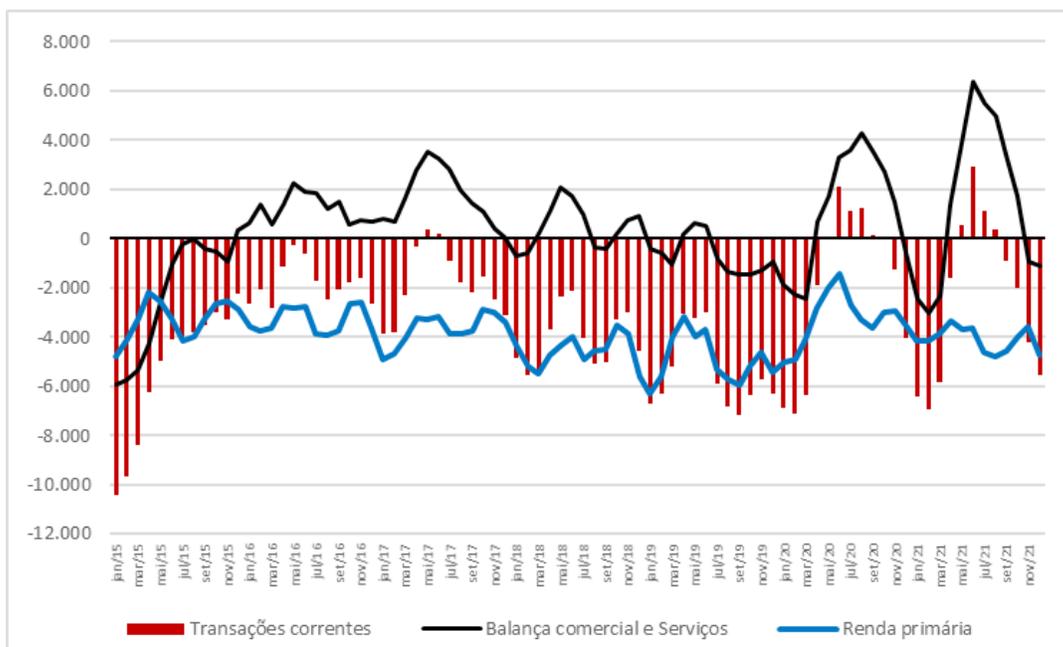
Setor Externo: Desaceleração das Exportações e Crescimento do Déficit em Transações Correntes

VERA MARTINS DA SILVA (*)

O déficit em Transações Correntes do Brasil vem aumentando a partir do segundo trimestre de 2021, como pode ser visto pelo Gráfico 1, que apresenta os valores mensais médios de três meses de algumas contas externas desde janeiro de 2015. Isto resulta principalmente de uma queda do resultado da Balança Comercial e de Serviços a partir de junho de 2021. O Gráfico 2 permite a visualização de queda das

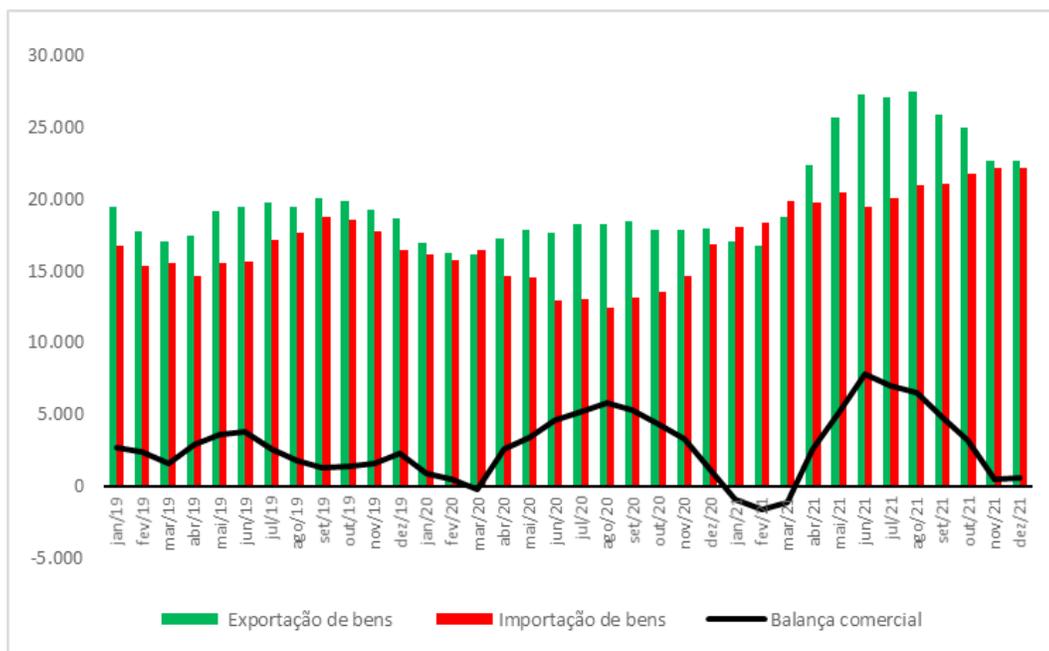
Exportações desde setembro concomitantemente ao sistemático aumento das Importações desde setembro de 2020, com a retomada da economia depois do primeiro choque da pandemia da Covid-19. No primeiro semestre de 2021, as Exportações brasileiras foram impulsionadas tanto pela retomada mundial – o que fez os preços aumentarem, especialmente os das *commodities* – assim como pelo câmbio.

Gráfico 1 - Transações Correntes, Balança Comercial e Serviços e Renda Primária. US\$ Milhões, Jan/2015 a Dez/2021, Média Móvel Trimestral



Fonte: Bacen, Séries Temporais.

Gráfico 2 - Balança Comercial, Exportação e Importação.
US\$ Milhões, Jan/2019 a Dez/2021, Média Móvel Trimestral



Fonte: Bacen, Séries Temporais.

1 Balança Comercial em 2021

No acumulado de 2021, as Exportações alcançaram US\$ 281 bilhões – um aumento de 34% em relação a 2020, segundo a Secretaria do Comércio Exterior.¹ As Importações atingiram US\$ 219 bilhões (aumento de 38%) e o saldo da Balança Comercial de US\$ 61,4 bilhões em 2021 apresentou crescimento de 36%, o melhor resultado em décadas. Na comparação entre os últimos dois anos, 2021 e 2020, no caso das Exportações, destacou-se principalmente o setor da Indústria Extrativa (com aumento de 63%), seguido da Indústria de Transformação, com crescimento de 26%, e de 22% da Agropecuária. O maior aumento ocorreu entre as exportações de Bens Intermediários, de 34%. Este grupo de produtos representa cerca de 70% do total exportado.

Entre as Importações realizadas pela Indústria de Transformação, que representa cerca de 90% do total importado, ocorreu um aumento de 35% em relação

a 2020. No caso das Importações, o aumento mais expressivo foi em Combustível e Lubrificantes (+87%), ainda que represente apenas 12% do total importado. As importações de Bens Intermediários, além de serem mais representativas em relação ao total das importações, correspondendo a 66% do total, também apresentaram um aumento expressivo (+46%). Os defensivos e fertilizantes químicos foram os produtos de maior impacto, com aumento de 89% entre os dois últimos anos, seguidos por Óleos Combustíveis (+82%). Isto porque, apesar de produzir um volume expressivo de petróleo, o Brasil é um importador de petróleo refinado.

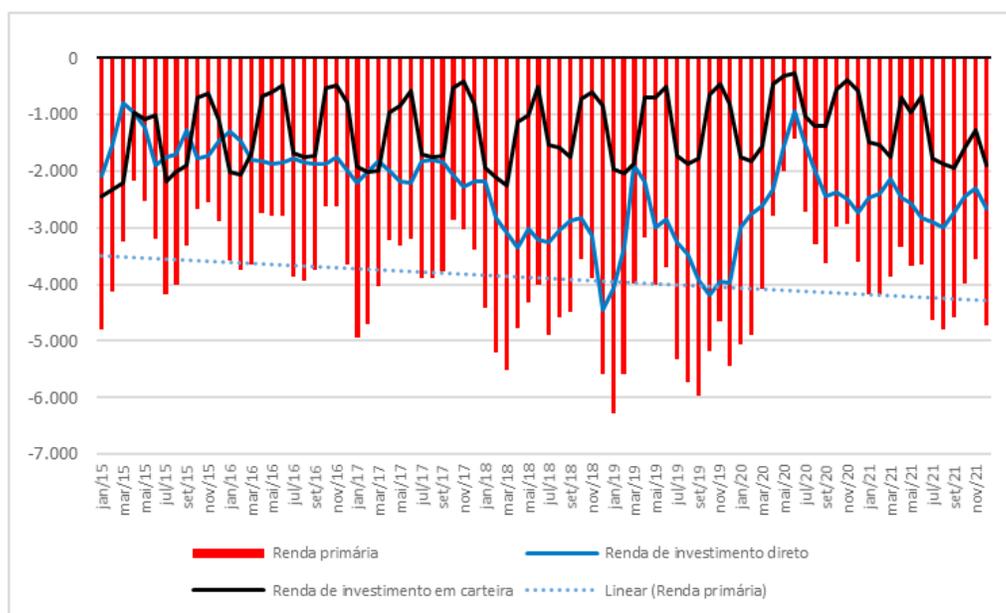
2 Renda Primária

No caso da Renda Primária – uma conta expressiva para o desempenho das Transações Correntes e que reflete o resultado líquido de pagamentos de rendimentos de ativos e de salários entre residentes e não

residentes –, o Gráfico 3 mostra uma tendência de aumento no déficit associado a esses pagamentos desde 2015 e, especialmente a partir de junho de 2021. A parcela referente a pagamentos de salários tem sido inexpressiva, de apenas 0,2% no ano de 2021. Efetivamente relevante nesta conta é o resultado deficitário de Renda de Investimentos Diretos, que representou

US\$ 31 bilhões, 63% do total da conta Renda Primária em 2021, e um déficit de US\$ 17,5 bilhões na Renda de Investimentos em Carteira, 36% da Renda Primária em 2021. Destaque-se que a renda do Investimento em Carteira é a mais volátil entre esses dois tipos de pagamentos por uso de fatores e está mais sujeita às condições dos mercados internacionais.

Gráfico 3 - Déficit com Renda Primária, Renda de Investimento Direto e Investimento em Carteira. US\$ Milhões, Jan/2015 a dez/2021, Média Móvel Trimestral



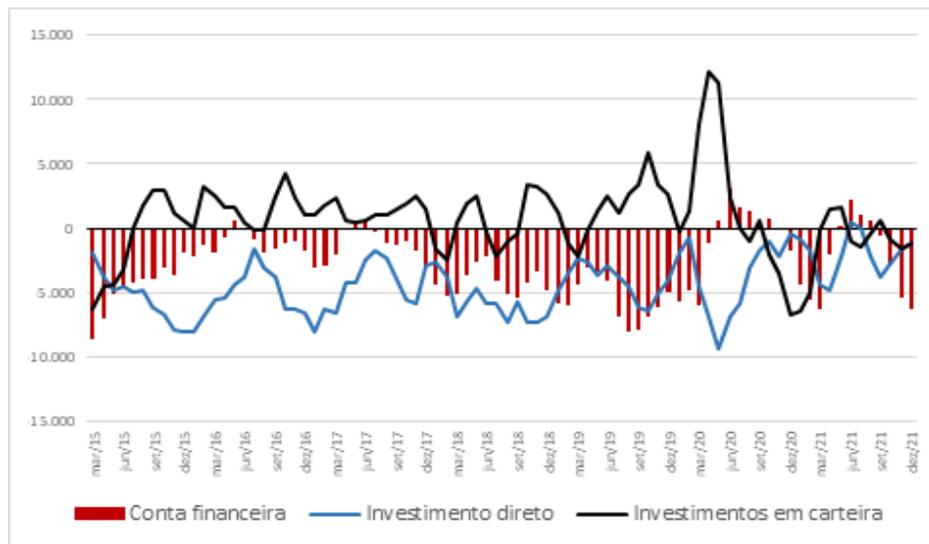
Fonte: Bacen, Séries Temporais.

3 Conta Financeira

A Conta Financeira e suas principais subcontas são apresentadas no Gráfico 4, onde os valores negativos representam entradas de recursos externos no país e, portanto, agregam passivos a serem pagos no futuro. A Conta Financeira é geralmente negativa na medida em que o Brasil usa recursos externos para fechar suas contas externas. Mais precisamente, a principal

fonte de financiamento externo tem sido o Investimento Estrangeiro Direto, pois o Investimento em Carteira, além de ser mais volátil, muitas vezes acaba saindo do país em termos líquidos e gera uma pressão no mercado cambial, como foi o caso do primeiro semestre de 2020. Pela maior estabilidade do Investimento Direto, esse é usado como indicador do estado das contas externas, quando comparado ao déficit em Transações Correntes.

Gráfico 4 - Conta Financeira, Investimento Direto Líquido e Investimentos em Carteira. Jan/2015 a dez/2021, US\$ Milhões, Média Mensal de Três Meses

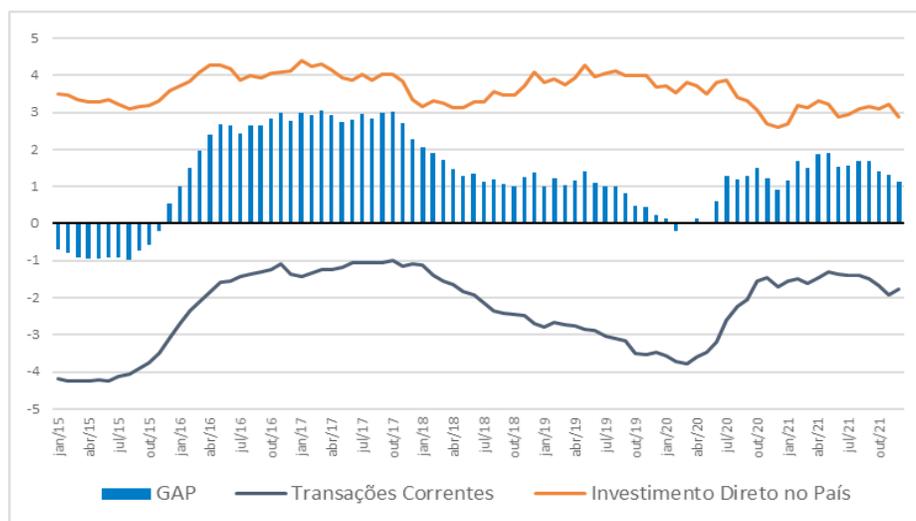


Fonte: Bacen, Séries Temporais.

O Gráfico 5 apresenta o percentual do Déficit em Transações Correntes e o Investimento Direto no País, resultado acumulado em 12 meses, sobre o PIB, por mês entre janeiro de 2015 e dezembro de 2021. Pode-se ver que, de fato, a entrada de recursos tem coberto o déficit em Transações Correntes na maior parte do

período, excetuando-se o período da recessão de 2015 e os meses iniciais da pandemia. Por outro lado, isso mostra a dependência do país em relação ao bom funcionamento dos mercados internacionais e remete à questão do endividamento externo.

Gráfico 5 - Transações Correntes e Investimento Direto no País sobre o PIB (% dos Valores Acumulados em 12 Meses). Jan/2015 a Dez/2021



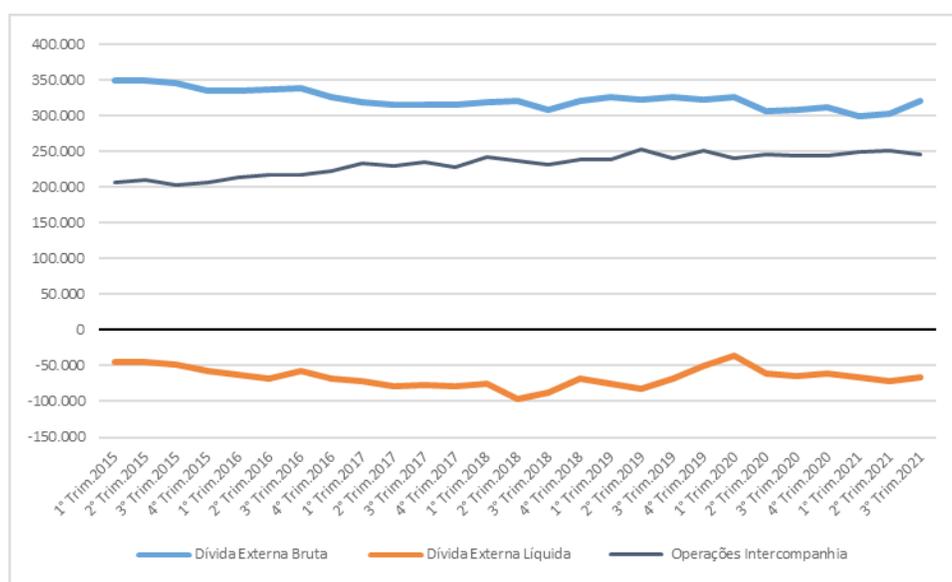
Fonte: Bacen, Séries Temporais.

4 Dívida Externa

A Dívida Externa Bruta e a Líquida são apresentadas no Gráfico 6, onde também se destaca a conta referente a Operações Intercompanhia, que fazem parte do Investimento Estrangeiro Direto. Apesar de a Dívida Externa Líquida ser negativa no período em evidência,

uma vez que as Reservas superam a Dívida Externa, há que ter em conta que a Dívida Externa Bruta é relevante e tem sido originária basicamente por Operações Intercompanhia, que aparecem na conta de Investimento Estrangeiro Direto e indicam como a economia brasileira é integrada financeiramente aos mercados internacionais.

Gráfico 6 - Dívida Externa Bruta, Dívida Externa Líquida e Operações Intercompanhia. Jan/2015 a Dez/2021, US\$ Milhões



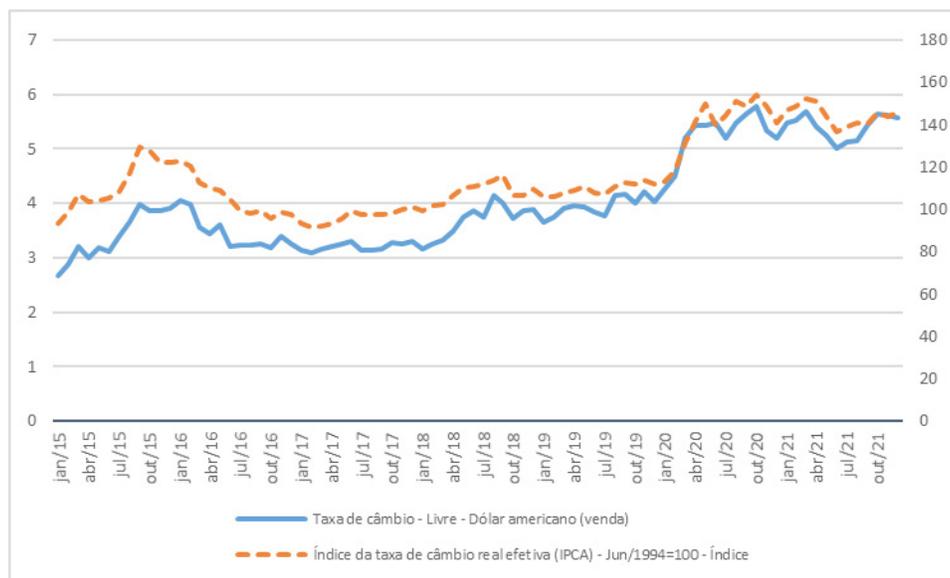
Fonte: Bacen, Séries Históricas.

5 Câmbio

A Taxa de Câmbio apresentou forte depreciação a partir do início de 2020, momento de grande turbulência no mercado internacional de bens e serviços, uma vez que a primeira onda da pandemia da Covid-19 atingiu as principais economias, impondo restrições a muitas atividades. Com a retomada gradual das economias e a existência de gargalos em muitas cadeias produtivas, a inflação aumentou levando a aumentos de taxas de

juros. Há indicação de que a taxa de câmbio no Brasil esteja depreciada, o que tem impactado os preços dos importados, especialmente combustíveis, e, por consequência, a inflação. O Gráfico 7 apresenta a Taxa de Câmbio nominal e o índice de Taxa de Câmbio Real, com a atualização pelo IPCA, entre janeiro de 2015 e dezembro de 2021. A questão para onde vão o câmbio e a inflação é controversa, especialmente dada a esperada modificação das políticas monetárias nos países centrais.

Gráfico 7 - Taxa de Câmbio Nominal, Valor Médio Mensal de Compra do Dólar Americano, Final de Período (Eixo da Esquerda) e Índice de Taxa de Câmbio Real, IPCA (Eixo da Direita), Jan/2015 a Dez/2021



Fonte Bacen, Séries Temporais.

1 Resultados do Comércio Exterior Brasileiro, Dados Consolidados, 07/02/2022. Disponível em: https://balanca.economia.gov.br/balanca/publicacoes_dados_consolidados/pg.html. Acesso em: 14 fev. 2022.

(*) Economista e doutora pela FEA-USP.
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).

temas de economia aplicada



Acompanhamento das Finanças Públicas do Município de São Paulo (2017-2021)

CARLOS NATHANIEL ROCHA CAVALCANTE (*)
RODRIGO DE-LOSSO (**)

1 Introdução

A análise das Finanças Públicas do Município de São Paulo tem como motivação entender como se encontra sua saúde fiscal. Para fins de comparação, o Município de São Paulo tem uma arrecadação maior do que 22 dos 27 Estados da Federação, ficando à retaguarda dos Estados do Rio de Janeiro, Paraná, Rio Grande do Sul, São Paulo e Minas Gerais, além do orçamento da União Federal. Os valores analisados neste artigo serão deflacionados para fins de comparação.

A pandemia da COVID-19 teve consequências diretas no aumento do desemprego e da inflação. Portanto, assim como todos os entes fede-

rativos, o Município de São Paulo teve que lidar com ela e desenhar novos mecanismos de condução das finanças públicas mediante dois cenários: incertezas quanto à arrecadação tributária e aumento de gastos essenciais. Essas consequências são oriundas da redução da atividade econômica pelo enfrentamento à pandemia.

Este artigo tem o propósito de apresentar os principais indicadores das finanças públicas de São Paulo para que o cidadão tenha noções de quais são as restrições orçamentárias do município e como este ente federativo tem gerido tais recursos.

Para fins de padronização, os dados deste estudo foram disponibilizados pelos relatórios resumidos de execução orçamentária (RREO) e relatórios de gestão fiscal (RGF), os quais podem apresentar pequenas diferenças contábeis daqueles dados disponibilizados pela base de dados do Sistema de Informações Contábeis e Fiscais do Setor Público Brasileiro (SINCONFI). Além disso, no que concerne aos gastos do ente federativo, utilizamos as despesas empenhadas. Por último, salienta-se novamente que os dados foram deflacionados mensalmente, com período-base em dezembro de 2021. Esse deflacionamento mensal é de soma importância, visto que a inflação acumulada entre janeiro de 2020

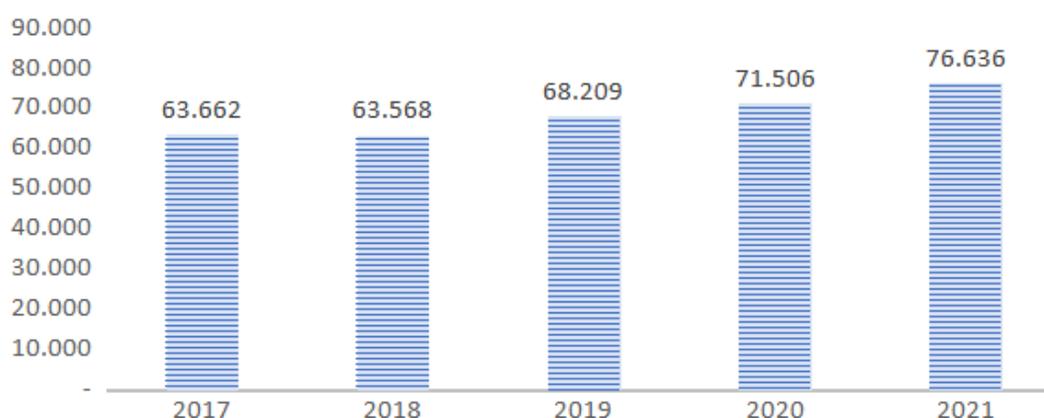
e dezembro de 2021 é de, aproximadamente, 16%, se utilizado o Índice de Preços ao Consumidor da FIPE (IPC-FIPE).

2 Receitas Correntes

A análise da Figura 1 retrata a trajetória das receitas correntes entre 2017 e 2021 do Município de São Paulo, observando-se o acumulado do ano até o sexto

bimestre. Como é possível verificar, as receitas correntes do Município de São Paulo não sofreram queda com o início da pandemia em 2020. Surpreendentemente, a arrecadação do Município de São Paulo cresceu, aproximadamente, 20,4% em valores reais, entre 2017 e 2021, e 7,2% entre 2020 e 2021. Este aumento de arrecadação, em parte devido ao aumento da inflação, vai de encontro com as expectativas iniciais de que as receitas correntes deveriam diminuir no período da pandemia.

Figura 1 - Receitas Correntes em R\$ Milhão – 2017-2021



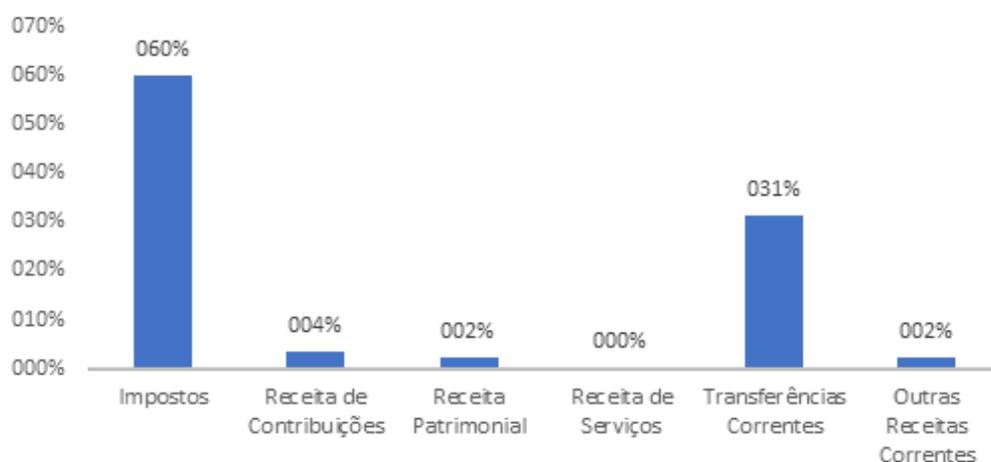
Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

Contudo, não podemos ignorar que a análise das receitas correntes inclui receitas oriundas da arrecadação própria e receitas advindas de transferências correntes. Há entes federativos que dependem demasiadamente das transferências correntes para manter o equilíbrio fiscal. Este não parece ser o cenário observado no Município de São Paulo. A Figura 2 corrobora a afirmação de que São Paulo é um ente federativo com

alto índice de independência fiscal, dado que mais de 60% das receitas são oriundas de impostos e 31,4% são oriundas de transferências correntes. Esses valores são importantes se comparados com outros entes federativos municipais. A estrutura de arrecadação de um município não pode e não deve ser comparada com a de um Estado, pois são fontes de tributação diferentes.

Figura 2 - Composição da Receita Corrente – Janeiro a Dezembro de 2021



Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

2.1 Receita Corrente Líquida

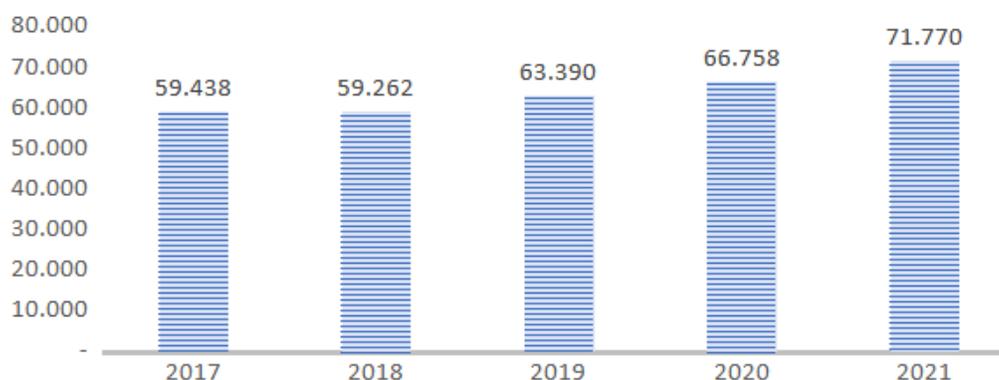
A Receita Corrente Líquida (RCL) é o indicador contábil que sinaliza as restrições financeiras para todos os entes da Federação. Além disso, é o indicador base que norteia o cumprimento das despesas perante a Lei de Responsabilidade Fiscal. A RCL é o somatório das receitas tributárias, de contribuições pa-

trimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras receitas também correntes, deduzidos, principalmente, os valores transferidos por determinação constitucional.

A Figura 3, a seguir, apresenta o comportamento da RCL, observando o acumulado do ano entre 2017 e 2021. Conforme essa figura,

a RCL apresentou um aumento de, aproximadamente, 20,75% entre 2017 e 2021 e 7,51% entre 2020 e 2021. Essa melhora da arrecadação da RCL é de suma importância para a saúde fiscal do município. Logo, a trajetória da Figura 3 mostra que a RCL teve acréscimo mesmo diante do cenário da pandemia.

Figura 3 - Receita Corrente Líquida em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base Dezembro/2021.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

As Figuras 4 e 5 são importantes para ajudar a entender os motivos que levaram ao aumento da RCL mesmo no período da pandemia da COVID-19. A Figura 4 representa a trajetória dos principais tributos de arrecadação própria do Município de São Paulo, isto é, as receitas tributárias e seus principais componentes: Imposto sobre a Propriedade Territorial e Urbano (IPTU), Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS), Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) e o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF). A Figura 5 retrata as receitas oriundas das transferências correntes do município entre 2017 e 2021.

A análise da Figura 4 mostra que as receitas tributárias aumentaram, aproximadamente, 43,5% entre 2017 e 2021, e 14,9% entre 2020 e 2021, aumentos mais acentuados que os obtidos na receita corrente e na RCL. Observando a composição das receitas tributárias, verifica-se que o IPTU aumentou 34,5% entre 2017 e 2021, e 6,4%, aproximadamente, entre 2020 e 2021. O ISS teve um incremento acentuado entre 2017 e 2021, crescendo cerca de 51,5% entre 2017 e 2021 e, aproximadamente, 21,1% entre 2020 e 2021, aumento considerável após uma leve estagnação da arrecadação deste tributo entre 2019 e 2020. O ITBI e o IRRF também

tiveram aumentos relevantes entre 2017 e 2021: o ITBI cresceu 67,2% e o IRRF 31,4% entre 2017 e 2021. Note que o ITBI teve um aumento acentuado de mais de 31% entre 2020 e 2021, contudo, o IRRF teve redução de aproximadamente 4,7% no mesmo período. Sintetizando os resultados da Figura 4, pode-se verificar que a arrecadação própria foi um fator importante para o aumento da receita corrente e da RCL ao longo do período analisado neste trabalho.

Figura 4 - Principais Tributos em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

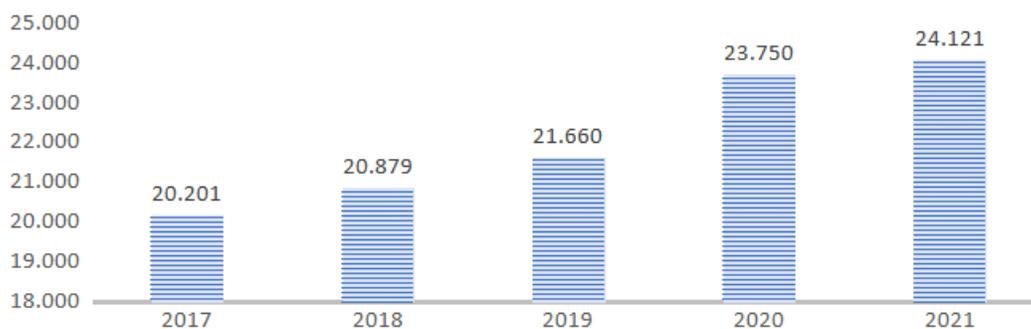
Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

A Figura 5 apresenta outra importante fonte de arrecadação, as transferências correntes. Conforme a figura, as transferências correntes do Município de São Paulo tiveram aumento acentuado nos

últimos 2 anos, quando as receitas oriundas de transferências aumentaram 19,4% entre 2017 e 2021, e 9,7% entre 2019 e 2020, isto é, aumento relevante no primeiro ano da pandemia. Esse aumento

das transferências correntes pode ser oriundo das políticas estaduais e nacional de combate à pandemia, visando aumentar a capacidade dos municípios frente à pandemia da COVID-19.

Figura 5 - Transferências Correntes em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

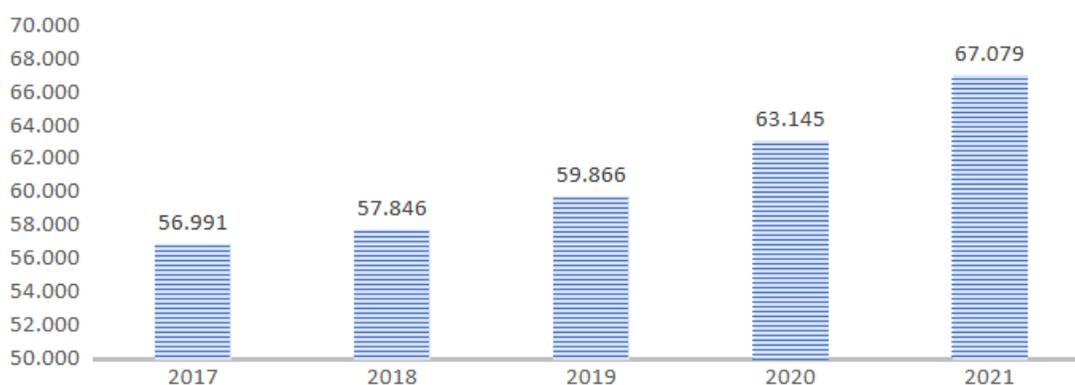
Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

3 Despesas Correntes

A análise das despesas correntes é tão importante quanto a das receitas correntes. A Figura 6 evidencia a trajetória recente das despesas correntes do Município de São Paulo, observando-se o acumulado do ano

entre 2017 e 2021. Como esperado, as despesas correntes do município aumentaram ao longo do período analisado neste estudo em, aproximadamente, 17,7% entre 2017 e 2021, e cerca de 6,2% entre 2020 e 2021. Tal aumento de despesas é sintoma de maiores gastos essenciais oriundos das consequências da pandemia.

Figura 6 - Despesas Correntes em R\$ Milhão – 2017-2021



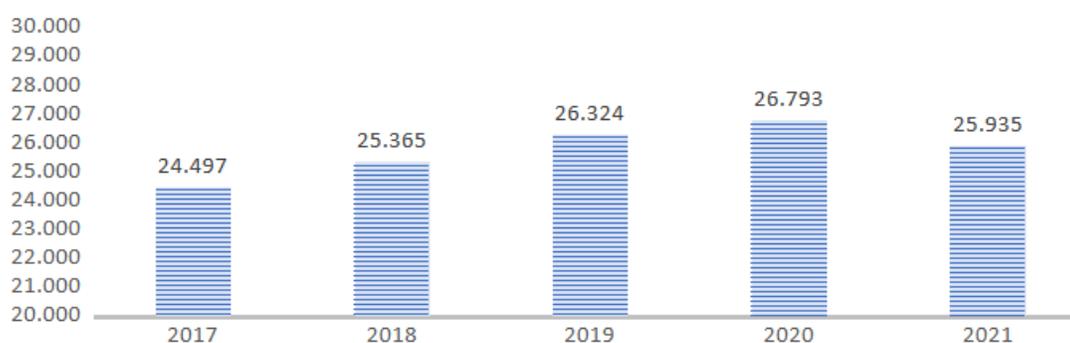
Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

As despesas correntes são divididas em gastos com pessoal e encargos sociais, juros e encargos da dívida pública e demais despesas correntes. Esta última parcela contém os gastos com o custeio administrativo da máquina municipal, sem considerar os gastos com pessoal. A Figura 7 retrata os gastos com pessoal e

encargos do município entre 2017 e 2021. Conforme essa figura, os gastos com pessoal aumentaram apenas 5,9% entre 2017 e 2021, aumento bem inferior ao observado na receita corrente e na RCL. Além disso, um fato curioso é que essa rubrica de gastos obteve uma redução de 3,2% entre 2020 e 2021.

Figura 7 - Gastos com Pessoal e Encargos em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

Em relação aos gastos com pessoal, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) estabelece que a despesa total com pessoal no Poder Executivo, em cada período de apuração e em cada ente da Federação, não poderá exceder os percentuais da receita corrente líquida, a seguir discriminados:

a) 6% para o Legislativo, incluído o Tribunal de Contas do Município, quando houver;

b) 54% para o Executivo.

A Tabela 1 sintetiza os gastos com pessoal discriminados para fins de análise do cumprimento da LRF. Conforme a tabela, é possível verificar que os gastos com poder executivo sempre estiveram abaixo dos limites constitucionais entre o período de 2017 a 2021. Além disso, a relação gastos com poder executivo em relação a RCL caiu de 35,8% em 2017 para 30,6% em 2021. No que concerne aos gastos

com Poder Legislativo, também é possível verificar que tais gastos sempre estiveram muito abaixo dos limites constitucionais ao longo do período analisado neste estudo. Sintetizando a Tabela 1, o consolidado dos gastos com pessoal em relação à RCL para fins de LRF está sendo respeitado no Município de São Paulo, com relativa folga entre o que tem sido gasto e os limites da lei. E, surpreendentemente, vêm caindo ao longo do tempo.

Tabela 1 - Gastos com Pessoal por Poderes/ RCL em % – 2017-2021

ANO	PODER EXECUTIVO	PODER LEGISLATIVO	CONSOLIDADO
2017	35,80%	1,27%	37,07%
2018	36,92%	1,55%	38,47%
2019	35,36%	1,43%	36,79%
2020	33,58%	1,32%	34,90%
2021	30,62%	1,14%	31,76%
LIMITE MÁXIMO	54,00%	6,00%	60,00%
LIMITE PRUDENCIAL	51,30%	5,70%	57,00%
LIMITE DE ALERTA	48,60%	5,40%	54,00%

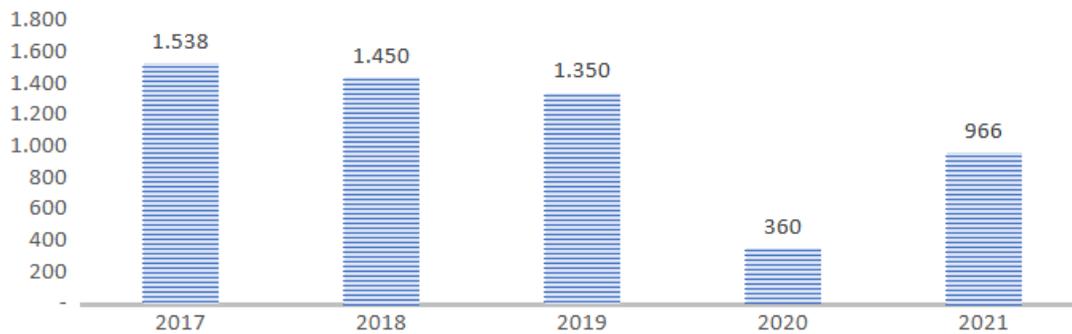
Fonte: RGF/SEFAZ

Os juros e encargos sociais são parcelas importantes dos gastos correntes dos entes federativos. Controlar esse tipo de despesa significa manter o orçamento intertemporal equilibrado no longo prazo. A Figura 8 retrata a trajetória dos gastos com juros e encargos do Município de São Paulo entre 2017 e 2021. Conforme a figura, a rubrica de juros e encargos teve queda demasiada em 2020, se comparado com 2019, obtendo um decréscimo de, aproximadamente, 73,4% entre 2019 e 2020. Essa queda foi acompanhada por um aumento abrupto desse tipo de despesa ainda em 2021, com aumento de 168% entre 2020 e 2021, embora em montante ainda abaixo dos períodos anteriores à pan-

demia. Por se tratar de gastos não essenciais ao combate à pandemia, pode-se conjecturar que a redução dos gastos com esse tipo de despesa se deu em virtude da necessidade de maiores recursos disponíveis ao combate à pandemia.

Se por um lado os gastos com pessoal e encargos sociais caíram, as outras despesas correntes aumentaram entre 2019 e 2020, aproximadamente, 11,8%, e 11,6% entre 2020 e 2021. Tal aumento de custeio foi impulsionado pelo aumento do consumo de insumos básicos nos serviços públicos no período da pandemia.

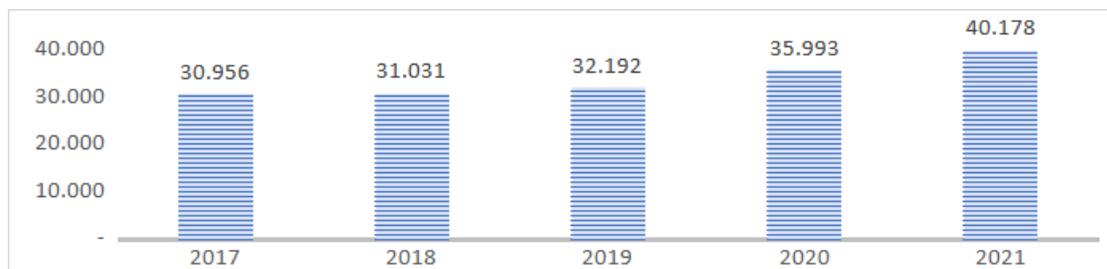
Figura 8 - Juros e Encargos em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

Figura 9 - Outras Despesas Correntes em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

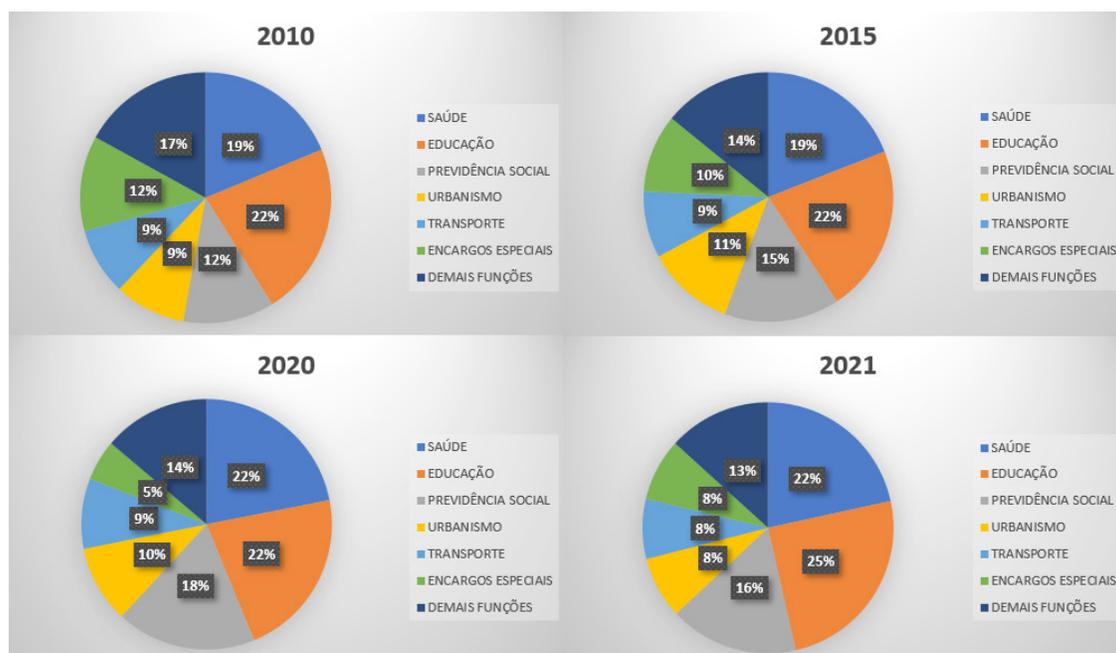
Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

Ainda no âmbito das despesas, a Figura 10 retrata os gastos por função do ente federativo, em relação às despesas totais. Conforme a Figura 10, os principais componentes de despesas são Saúde (22% em 2021), Educação (25% em 2021) e Previdência Social (16% em 2021).

Note que os gastos com saúde saltaram de 19% da participação relativa das despesas em 2015 para 22% em 2021. Quanto à educação, os gastos relativos também aumentaram de 22% em 2015 para 25% em 2021. Não menos importante, nota-se que gastos com previdên-

cia tiveram aumento relativo da participação de 12% em 2010 para 16% em 2021. A Figura 10 sintetiza que gastos com a saúde e educação estão obtendo pedaços maiores do bolo das despesas orçamentárias, assim como os gastos com previdência social.

Figura 10 - Gastos por Função em %



Nota: DESPESAS (EXCETO INTRAORÇAMENTÁRIAS)

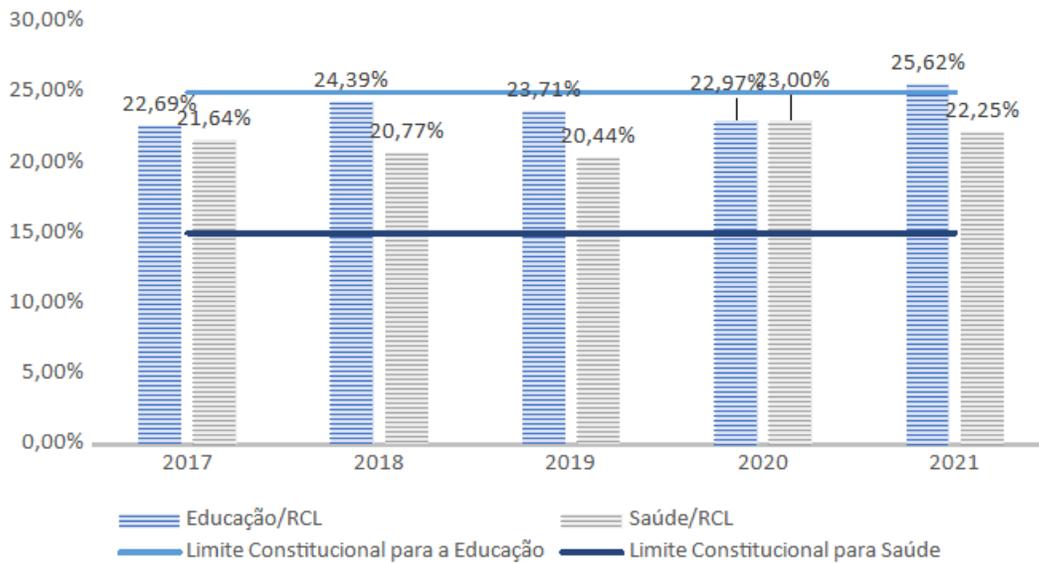
Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

A Constituição Federal de 1988 fixou limites mínimos de gastos com educação, em que a União tem de gastar pelo menos 18%, os estados e municípios, no mínimo 25% de suas RCL. No que se refere aos gastos constitucionais para a Saúde, o limite mínimo para os municípios é de 15% da RCL

para Saúde. A Figura 11 retrata os gastos com saúde e educação em percentuais da RCL. Conforme a figura, é possível verificar que os gastos com saúde estão bem acima dos limites mínimos estipulados por lei. No que concerne aos gastos com educação, observa-se que em 2021 o cumprimento do disposi-

tivo constitucional foi cumprido, e nota-se que houve um aumento da participação relativa dos gastos com educação em relação à RCL entre 2017 e 2021. Note que este relatório se baseia apenas nas despesas extraorçamentárias disponíveis nos relatórios resumidos de execução orçamentária.

Figura 11 - Saúde e Educação/ RCL (2017-2021)



Nota: Foram analisadas apenas as receitas extraorçamentárias.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

4 Receitas de Capital

As receitas de capital são as receitas provenientes da realização de recursos financeiros oriundos de constituição de dívidas; da conversão, em espécie, de bens e direitos; recursos recebidos de outras pessoas, de direito público ou privado, destinados a atender despesas classificáveis em despesas de capital. O principal componente das receitas de capital são as operações de créditos, receita que também

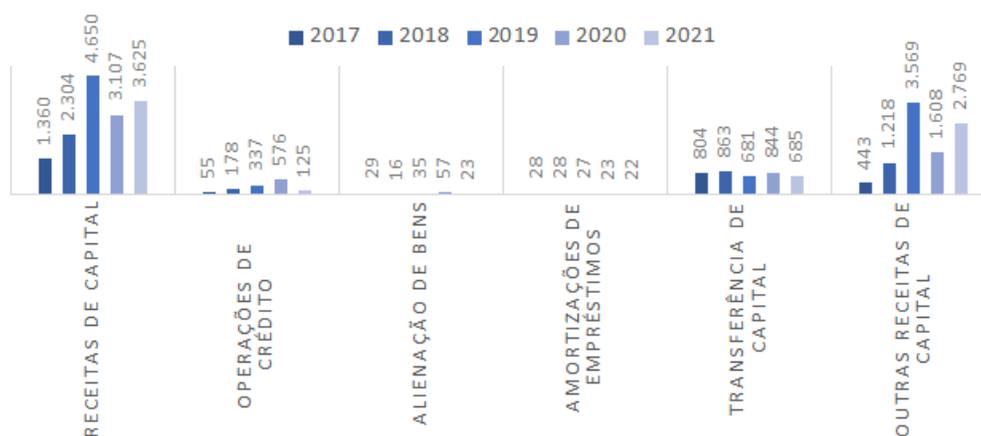
possui restrições legais perante a LRF.

A Figura 12 retrata a trajetória das receitas de capital e seus componentes, tais como operações de crédito, alienação de bens, amortização de empréstimos, transferências de capital e outras receitas de capital do Município de São Paulo. Conforme a figura, as operações de créditos não são a principal fonte das receitas de capital, representando apenas 3,5% das receitas de capital em 2021. Ainda segundo a figura, as principais receitas de ca-

pital são transferências de capital e outras receitas de capital.

Ainda no que diz respeito às receitas de capital é importante observar o limite de operações de crédito em relação à RCL por exercício financeiro. Conforme a Resolução nº 43, de 2001, as Operações de Crédito não podem ser superiores a 16% da RCL. A Figura 13 retrata que a proporção da Operação de Crédito em relação à RCL é inferior a 16% ao longo de todo o período analisado, com larga margem para expansão nos próximos anos.

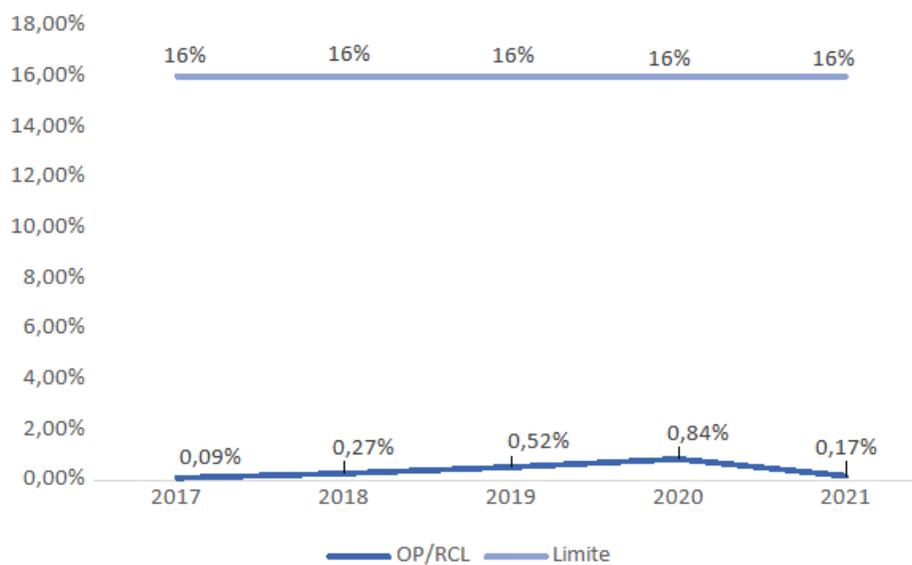
Figura 12 - Receitas de Capital e seus Componentes em R\$ Milhão – 2017/2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

Figura 13 - Operações de Crédito/RCL em % – 2017-2021



Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

5 Despesas de Capital

Avaliar as despesas de capital do Município tem caráter particularmente importante, pois nelas estão elencados os valores destinados à realização de investimentos públicos. Além dos investimentos, nas despesas de capital também estão incluídos gastos com inversões financeiras e amortizações da dívida pública.

A Figura 14 retrata a trajetória das despesas de capital e seus componentes ao longo dos últimos 5 anos. Conforme a figura, as despesas de

capital aumentaram, aproximadamente, 39,1% entre 2017 e 2021. Tal rubrica de despesa não teve queda no período da pandemia, aumentando de R\$ 6.781 milhões em 2017 para R\$ 7.135 milhões em 2021. Ainda no que diz respeito às despesas de capital, é possível verificar que os investimentos estão mantidos em patamares elevados, com pico máximo de investimento no primeiro ano da pandemia, acima dos R\$ 5 bilhões. Note que as inversões financeiras são pouco expressivas no total observado das despesas de capital, sendo investimentos e amortização das dívidas

os principais componentes das despesas de capital.

Ainda em relação às amortizações da dívida, observa-se uma queda brusca em 2020, de aproximadamente 33,4% entre 2019 e 2020, e um aumento súbito de 83,8% entre 2020 e 2021. Os dados indicam que o município ajustou seus gastos de amortização e juros e encargos em 2020 para ter mais recursos livres para a condução de políticas públicas imediatas de combate à pandemia, sendo 2021 um ano de reajuste desses gastos que foram postergados em 2020.

Figura 14 - Despesas de Capital em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base Dezembro/2021.

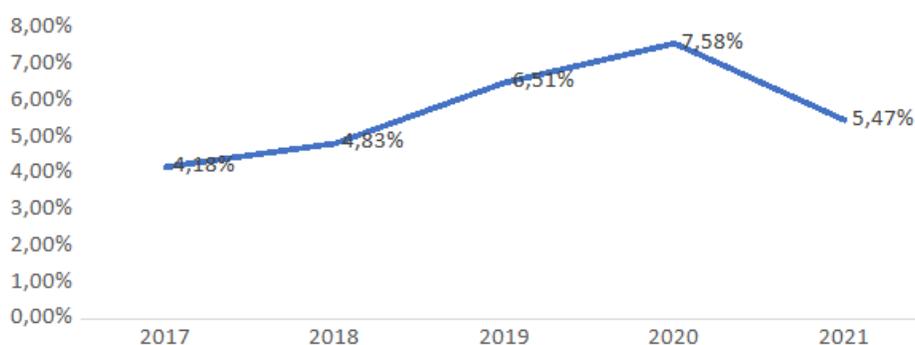
Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

Para muitos economistas e/ou gestores públicos, o componente mais importante das despesas de capital é a rubrica de investimento. O Município de São Paulo tem mantido seus investimentos em níveis

superiores a 4% da RCL, como pode ser observado na Figura 15, o que é considerado um montante razoável, haja vista o volume da arrecadação do município. Nota-se ainda que houve um aumento de

3,4 pontos percentuais entre 2017 e 2020, isto é, o município aumentou de forma considerável seus investimentos durante este período com uma redução de 2 pontos percentuais entre 2020 e 2021.

Figura 15 - Investimento/RCL em % – 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

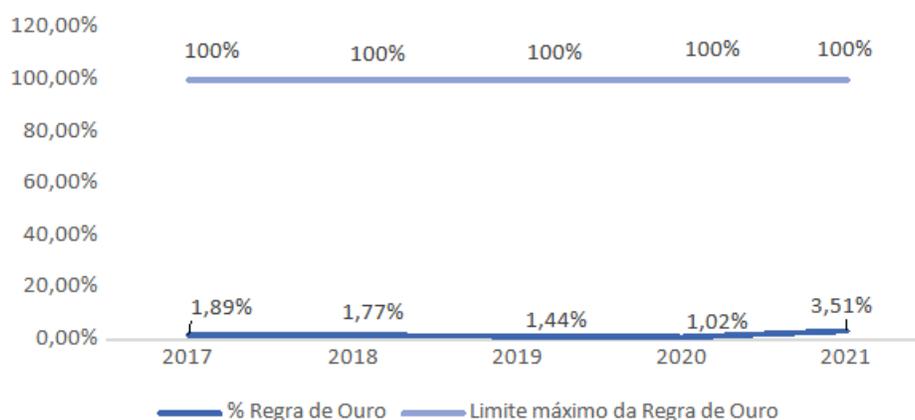
Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

No que tange aos limites determinados por lei às operações de crédito, destaca-se o dispositivo conhecido como Regra de Ouro. A Regra de Ouro é uma regra da Constituição Federal de 1988 que possui o objetivo de evitar o endividamento para pagar despesas correntes. Sendo assim, a Regra prevê que o montante auferido pelas operações de crédito, em determinado exercício financeiro, não pode ser superior às despesas de capital do período. Esta regra tem como intuito garantir o princípio do equilíbrio orçamentário,

evitando que a receita oriunda de empréstimos seja utilizada para custear a máquina pública.

Conforme a Figura 16, as operações de crédito no Município de São Paulo estiveram sempre abaixo do limite estabelecido pela Regra de Ouro. Apesar disso, a relação das operações de crédito sobre as despesas de capital aumentou 2,5 pontos percentuais, aproximadamente, entre 2020 e 2021, mas muito distante do limite máximo de 100%.

Figura 16 - Regra de Ouro em % - 2017-2021



Nota: Valores deflacionados com período base dezembro/2021.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

6 Resultado Primário e Nominal

O resultado primário é definido pela diferença entre as receitas e despesas não financeiras. A existência de superávit primário não garante a saúde das contas públicas. Contudo, é evidente que déficits primários constantes no longo prazo não se sustentam. Alguns entes federativos excluem os investimentos do resultado primário. Por isso, a comparação do resultado primário entre os entes federativos possui relativa dificuldade contábil. O Resultado Nominal (RN), por sua vez, é obtido

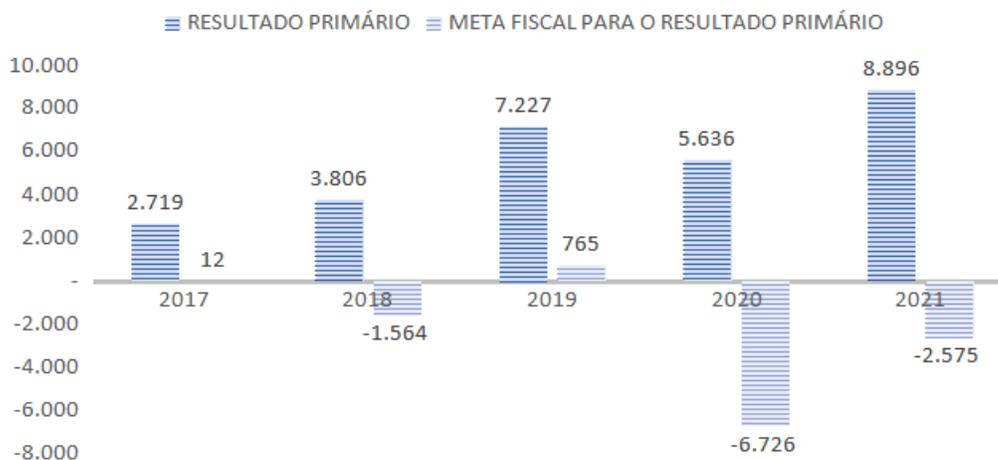
acrescentando-se ao resultado primário os valores pagos e recebidos de juros nominais. O Resultado Nominal pode ser considerado como a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), que, por sua vez, indica se o ente necessitará ou não de empréstimo para conseguir cumprir com seus dispêndios em determinado exercício financeiro.

As Figuras 17 e 18 retratam a trajetória do resultado primário e nominal do Município de São Paulo entre 2017 e 2021. Como é possível verificar na Figura 15, o município tem conseguido um bom desempe-

no em resultados primários, obtendo superávit em todo o período analisado e sempre cumprindo as metas fiscais fixadas pela Lei de Diretriz Orçamentária (LDO).

A Figura 18, por sua vez, diagnostica o resultado nominal do município. Assim como o resultado primário, o resultado nominal tem apresentado bons números, com superávit nominal em praticamente todo o período observado, exceto no ano de 2017, em que o resultado nominal foi negativo e muito inferior à meta fiscal fixada na LDO.

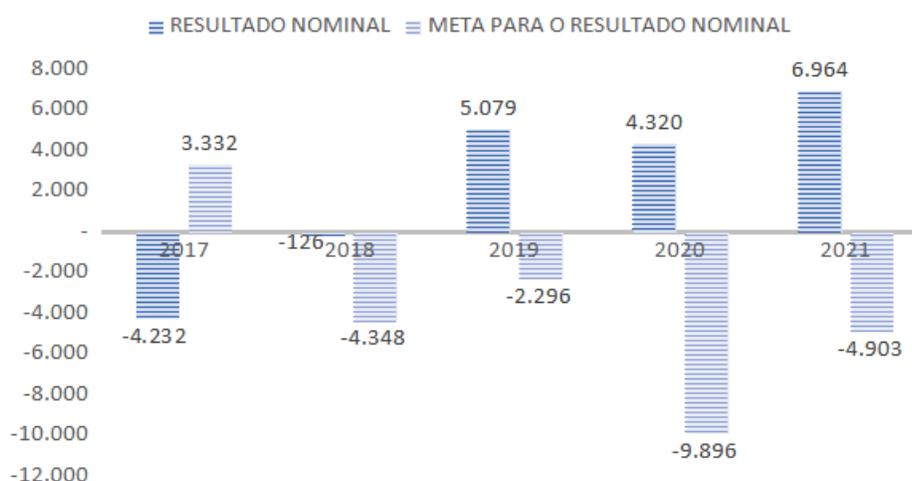
Figura 17 - Resultado Primário e Metas Fiscais em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores nominais.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

Figura 18 - Resultado Nominal e Metas Fiscais em R\$ Milhão – 2017-2021



Nota: Valores nominais.

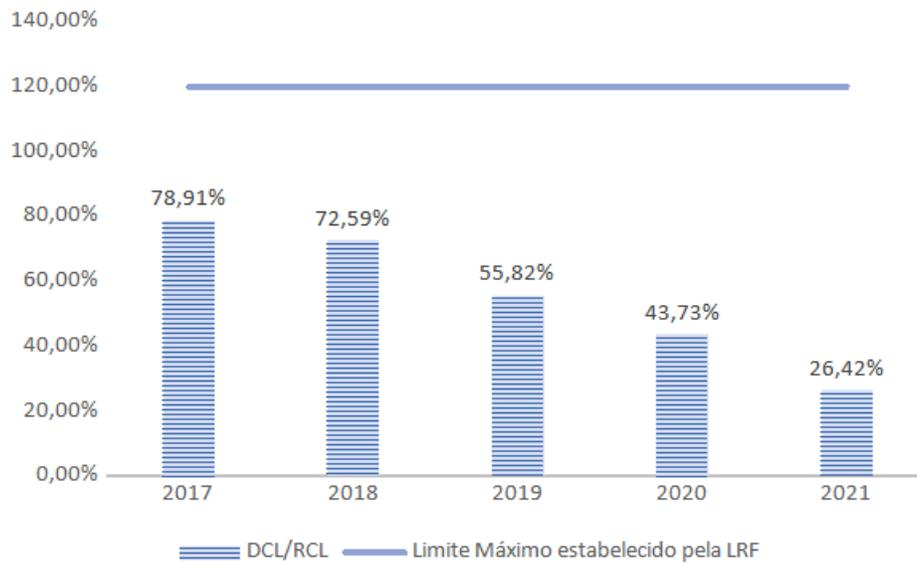
Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

7 Endividamento

A Dívida Consolidada Líquida (DCL) representa o montante da Dívida Consolidada (DC) deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros. De acordo com a LRF, a Dívida Consolidada Líquida dos municípios não poderá exceder em 120% a Receita Corrente Líquida.

A Figura 19 mostra a proporção DCL/RCL. Conforme a figura, podemos verificar que o ente federativo tem cumprido a determinação da LRF. Além disso, o município conseguiu reduzir a razão DCL/RCL de 78,91% em 2017 para, aproximadamente, 26,42% em 2021. Essa redução drástica da relação DCL/RCL é um excelente indicador de melhora de solvência e capacidade de pagamento do município.

Figura 19 - DCL/RCL em % - 2017-2021



Fonte: Relatório de Gestão Fiscal (RGF/SEFAZ-SP)

8 Considerações Finais

São Paulo é o município mais rico e populoso do país. A qualidade da condução das finanças públicas do município tem efeitos colaterais nos demais entes federativos. O estrangulamento das contas públicas deste ente federativo pode ocasionar redução do investimento e, por consequência, redução do crescimento de outros municípios vizinhos, por exemplo.

Este relatório possui alguns dos principais indicadores de finanças públicas que mostram que o ente em questão tem sido bem gerido ao longo dos últimos anos. Observa-se que, ao contrário do esperado, o município conseguiu aumentar sua arrecadação em termos de receita corrente, receita corrente líquida e

receitas tributárias em 2021. Além disso, as transferências correntes também foram impulsionadas nos últimos dois anos.

Quanto às despesas correntes, observou-se um aumento acentuado entre 2017 e 2021, saltando de R\$ 56.991 milhões em 2017, para R\$ 67.079 milhões em 2021. Ao discriminar as despesas correntes, observou-se que os gastos com pessoal e encargos se mantiveram equilibrados ao longo do período analisado. Além disso, no que se refere ao cumprimento da LRF, a rubrica de gastos com pessoal esteve sempre abaixo dos limites estabelecidos por lei.

Ainda sobre as despesas correntes, os juros e encargos aumentaram entre 2020 e 2021, sendo

necessário salientar que houve ajustes fiscais nesse tipo de gasto em 2020, assim como foi observado nas despesas relacionadas às amortizações da dívida. Por último, observou-se que outras despesas correntes tiveram aumento considerável no biênio 2020 e 2021, se comparado aos anos anteriores, conforme a Figura 8.

No que se refere às receitas de capital, notou-se que as operações de créditos não são as principais fontes desse tipo de receitas, sendo as transferências de capital e as outras receitas de capital as principais fontes de receitas de capital.

As despesas de capital tiveram incrementos consideráveis, sendo os investimentos o componente mais importante das despesas

de capital. Conforme a Figura 15, o Município de São Paulo tem mantido seus investimentos em níveis superiores a 4% da RCL, o que é considerado um montante razoável, haja vista o volume da arrecadação do município. Além disso, o município tem respeitado a regra de ouro, importante dispositivo que prevê que o montante auferido pelas operações de crédito, em determinado exercício financeiro, não pode ser superior às despesas de capital do período.

Quando analisados os resultados primário e nominal, observou-se que o município tem cumprido as metas fiscais fixadas pela LDO, tanto no que concerne ao resultado primário quanto no que se refere ao resultado nominal, ao longo do período analisado.

Por último, este artigo analisou o nível de endividamento do município através da análise da relação DCL/RCL. Conforme observado na Figura 18, verificou-se que o ente federativo tem cumprido a determinação da LRF. Além disso, o município conseguiu reduzir a razão DCL/RCL de 78,9% em 2017 para, aproximadamente, 26,4% em 2021.

A principal contribuição deste relatório é trazer para o cidadão, através de gráficos simples e claros, como tem sido a condução das finanças públicas do municí-

pio de São Paulo. Ao trazer os principais indicadores de finanças públicas, observou-se que o município tem conseguido amenizar os impactos da pandemia, ao menos no que diz respeito às principais variáveis analisadas neste artigo.

Ao longo dessa breve síntese dos indicadores de finanças públicas foi possível averiguar que o Município de São Paulo tem logrado êxito em cumprir a Lei de Responsabilidade Fiscal e tem apresentado bons resultados no referente à capacidade de arrecadação, indo de encontro à realidade brasileira, em que houve tendência de queda na receita dos entes federativos.

() Mestrando da FEA-USP.*

(E-mail: nathanielrocha18@usp.br).

*(**) Professor Titular da FEA-USP e pesquisador da Fipe.*

(E-mail: delosso@fipe.org.br).

A Necessária Economia Política da Taxação

FABIANA ROCHA (*)

Como demonstram os livros introdutórios de finanças públicas, as políticas de taxaçoão devem ser avaliadas usando-se os critérios de eficiência, equidade e simplicidade. A aplicaçoão desses critérios envolve, contudo, um trade-off que em última instância é resolvido através do sistema político.

Assim, para entender por que têm sido tão difíceis a discussão e a aprovaçoão da reforma tributária, é preciso ir além das teorias tradicionais, especialmente dado que porque parece haver um consenso sobre os problemas estruturais que afetam o sistema tributário brasileiro e uma concordância mínima no que diz respeito à direçoão que as mudanças devem tomar.

Uma das explicaçoões para a grande dificuldade de levar adiante uma reforma tributária é o chamado viés de *status quo*. Como várias forças (estruturais, institucionais, grupos de interesse) foram responsáveis por forjar o sistema tributário atual, as mesmas forças trabalham para que tudo permaneça como está. Há, naturalmente, uma forte resistência à mudança e quando ela ocorre tende a seguir a trajetória do sistema em vigor.

Outro fator importante que pode dificultar a reforma é a quase impossibilidade da sociedade se envolver com uma questão tão complexa. Além disso, reformas tributárias substantivas frequentemente envolvem custos que são imediatos e visíveis, mas benefícios que só serão sentidos ao longo do tempo e são muito menos concretos. O processo longo e complexo faz com que as pessoas não entendam claramente o significado da reforma e por consequência não consigam avaliar como serão afetadas. Neste contexto, os políticos também preferem mudanças pontuais, porém altamente visíveis, especialmente quando uma nova eleiçoão está próxima.

Finalmente, a heterogeneidade da sociedade pode ser um fator determinante da dificuldade de realizar reformas. Qualquer reforma tributária terá um impacto diferente sobre os indivíduos/grupos que naturalmente têm dotaçoão e/ou preferências distintas. Assim, reformas que são socialmente benéficas podem não ser levadas adiante porque contrariam os interesses até mesmo somente de alguns.

A despeito das dificuldades, reformas tributárias substantivas ocorrem e a literatura apresenta alguns fatores que podem determinar que elas aconteçam. A OCDE (Tax Policy Reform and Economic Growth, 2010) lista uma série de aspectos que podem minimizar os obstáculos à implementaçoão de reformas tributárias. Vários desses fatores foram levados em conta na discussão da reforma tributária brasileira.

A literatura sugere que, quando possível, uma reforma ampla deve ser preferível à modificaçoão de cada imposto isoladamente, uma vez que o sistema tributário é um conjunto de impostos que interagem, e diante disso discussões tributárias desconectadas não fazem sentido. Ao permitir o debate do sistema tributário como um todo, uma reforma ampla possibilita que sejam levadas em conta as questões distributivas e os perdedores sejam compensados. Seria principalmente a melhor opção se os benefícios de longo prazo da reforma tributária pudessem ser alcançados somente com um pacote completo de reformas.

No entanto, reformas incrementais podem funcionar melhor em algumas situações, como quando o ciclo eleitoral dificulta a implementação de uma reforma extensiva, quando ainda é preciso algum esforço de convencimento de que a reforma é necessária ou que deve ocorrer em determinada direção e quando o resultado da reforma é muito incerto, uma vez que permitem minimizar os custos de uma eventual reversão de rumo. Finalmente, não é possível esquecer que reformas mais amplas podem não prescindir de uma sequência de reformas incrementais para que eventuais ajustes finos sejam realizados.

Alguns argumentam que o estado das finanças públicas é mais determinante do que a própria conjuntura política. Por um lado, pode ser mais fácil implementar uma reforma tributária quando há geração de superávits orçamentários que poderiam absorver pequenas perdas de receitas resultantes da reforma ou que poderiam ser usados para compensar parcialmente os perdedores. Por outro lado, os obstáculos políticos são mais fáceis de superar durante uma crise devido à necessidade premente de aumentar a receita tributária para restaurar as contas públicas.

Regras de transição apropriadas são fundamentais e podem ajudar a reduzir a oposição à reforma por aqueles que julgam que serão

negativamente afetados por ela. É importante observar que essas regras, contudo, podem reduzir os ganhos esperados da reforma tributária e resultar em maior complexidade, algo que, a princípio, queria-se justamente resolver.

É necessário adotar uma estratégia de comunicação clara e as propostas individuais devem ser rigorosamente avaliadas. Neste ponto, vale lembrar que houve um trabalho incansável dos responsáveis pelas propostas de explicá-las e apresentar seus impactos distributivos e sobre a arrecadação, que foi reforçado pela avaliação de pesquisadores de dentro e fora do governo.

Finalmente, a coordenação entre os diferentes níveis de governo é fundamental, e os desafios como se viu o ano passado são enormes.

Obviamente, é útil que haja uma lista de estratégias que possam contribuir para um esforço bem-sucedido de reforma tributária. Esta lista, contudo, não implica que existe uma receita a ser seguida. Levar adiante uma reforma tributária num país com sistema partidário fragmentado, ciclo eleitoral curto, onde há forte influência política dos “perdedores” e onde as principais bases tributárias são divididas entre os diferentes níveis de governo é certamente muito difícil.

Alguns itens da lista claramente não foram contemplados e merecem atenção porque, mais do que ampliarem as perspectivas de adoção da reforma, melhoram a qualidade da política de taxação em geral e aumentam a probabilidade de avaliações adequadas do sistema tributário no futuro. O mais importante é a adoção de reformas institucionais que melhorem a transparência e o entendimento do sistema tributário. São vários os exemplos que podem ser fornecidos a partir da experiência internacional, mas o mais óbvio e necessário é a publicação e disseminação de dados com maior abertura e extensão. A falta de um modelo de microssimulação de acesso aberto também não ajuda a dirimir as incertezas sobre os resultados da reforma tributária. Com isso, os políticos não têm certeza sobre a qualidade da informação disponível para avaliar o impacto provável das reformas, o que os torna mais cautelosos. Quanto maior a incerteza sobre a qualidade da informação e maior a divergência entre a informação obtida através de diferentes canais, mais difícil se torna a tomada de decisão.

Os caminhos para a reforma e construção de um novo sistema parecem ser mesmo dependentes do entendimento de como as forças e mecanismos políticos moldaram o sistema tributário vigente, ou seja, da economia política da taxação.

Na visão da OCDE, para a reforma acontecer é fundamental que alguém esteja disposto a usar seu capital político pessoal para garantir a formação de coalizões amplas o suficiente para que seja abandonada a opção pela manutenção do *status quo*. Esse *policy entrepreneur* não precisa ser um político, ainda que os políticos naturalmente devessem assumir esse papel.

() Professora da FEA-USP e pesquisadora do Laboratório de Economia do Setor Público (LabPub). (E-mail: frocha@usp.br).*

Tesouro Direto Previdência: Uma Proposta de SeLFIES Brasileiro para Auxiliar no Planejamento da Aposentadoria¹

MAURICIO DIAS LEISTER (*)

1 Introdução

Apesar da relevância atual do Regime de Previdência Complementar (RPC), é necessário que a construção de uma poupança previdenciária complementar aos sistemas públicos de aposentadoria tenha maior cobertura entre os trabalhadores brasileiros. A principal característica desse desafio é que as mudanças demográficas trazidas pela maior expectativa de vida e a redução da taxa de fecundidade geram pressões para reiteradas reformas dos sistemas públicos de aposentadoria, seja reduzindo os benefícios e/ou elevando a idade mínima para a aposentadoria.

A necessidade de soluções complementares à previdência pública é ainda reforçada pela tendência dos mercados de trabalho, dado que há nestes uma maior participação de contratos laborais temporários, intermitentes, flexíveis e voltados para profissionais autônomos. Como consequência desse fenômeno, as políticas de proteção social baseadas no emprego tradicional de carteira assinada deixam de oferecer proteção eficaz contra o risco e a incerteza para uma parcela cada vez maior da população.²

Os atuais produtos de previdência complementar dos segmentos aberto e fechado do RPC cumprem um papel importante nesse objetivo. Por outro lado, parte considerável da força de trabalho ainda está ausente desse mercado por diversas razões, entre elas: baixo nível de educação financeira, mercado de renda pouco desenvolvido e a atenção que deve ser dada aos custos administrativos dos planos de previdência privada.

Como conclusão, existe a necessidade de explorar novos produtos de planejamento previdenciário, a intenção é que o brasileiro possa ter na “prateleira” mais uma opção que contemple, em um único instrumento, de baixo custo e de fácil compreensão, as fases de acúmulo e renda.

A proposta foi inspirada na *Standard-of-Living-indexed Forward-starting Income-only Securities* (SeLFIES), que nada mais é que um título público de longo prazo e indexado pela inflação, para pagamento de cupons, exclusivamente, no momento da aposentadoria. Além disso, trata-se de título que pode ser comprado diretamente pelos indivíduos. Idealizados como

títulos para simplificar o planejamento para a aposentadoria, eles foram pensados para garantir a transparência da precificação dos títulos, a liquidez do papéis e baixos custos de transação, por não haver intermediários nem durante a fase laboral, nem na de aposentadoria.³ Uma outra questão sensível é a simplicidade do instrumento, pois o indivíduo não precisaria se aprofundar nos cálculos dos juros compostos e inflação, por exemplo, para converter os recursos acumulados em renda. Ou seja, a SeLFIES inicia o pagamento da renda na fase da aposentadoria, pagando somente cupons mensais reais, corrigido apenas por um índice⁴ para recebimento durante determinado período em anos (como melhor forma para tratar a expectativa de anos de vida).

A solução da SeLFIES não tem a necessidade de negociar o título no mercado para receber a renda, ou transferir para outra entidade, ou, ainda, servir para aquisição de anuidades com uma seguradora. Transportando o raciocínio para o Brasil, assumindo, por exemplo, um cupom mensal de R\$ 0,04 real, para ter uma renda mensal de R\$ 1.600 por, digamos, 250 meses – pouco

mais de 20 anos – seria necessária a aquisição de 40.000 SeLFIES por mês, ou seja, R\$ 1.600/R\$ 0,04.

É importante destacar que o instrumento atenderia a qualquer indivíduo e qualquer expectativa de renda. O instrumento também endereça a questão da educação financeira e previdenciária, dado que o indivíduo precisa somente definir dois parâmetros para determinar o número de SeLFIES que deverá adquirir: i) a renda pretendida que manteria o seu padrão de vida desejado; e ii) a data de início da aposentadoria. Da mesma forma – é importante esclarecer – não há como se proteger da variação das taxas de juros de mercado.

Trabalhos recentes também defendem a adoção de um título público previdenciário inspirado nos SeLFIES para o Brasil.⁵

2 A Proposta de Previdência com Renda por 20 Anos

A proposta é que o Governo organize o “Tesouro Direto Previdência” (TDP), com a criação de uma plataforma construída em bases similares ao “Tesouro Direto”. Nela, qualquer indivíduo poderia aplicar seus recursos na aquisição de um título previdenciário, credenciando-se com isso a receber, futuramente, uma renda mensal por 20 anos estável em termos reais.

Para isso, o mecanismo sugerido envolve as seguintes ideias-chave:

a) a exemplo dos títulos SeLFIES, cada título previdenciário terá um horizonte de acumulação de rendimento de juros composto por até 40 anos sem pagamento de cupons, seguidos de 20 anos de pagamento de amortizações mensais realizadas pelo Tesouro Nacional diretamente na conta bancária do investidor. Dessa forma, o detentor desse título terá um horizonte financeiro de até 60 anos. Vale chamar a atenção de que nesse longo intervalo de tempo o poupador não incorrerá em qualquer risco de reinvestimento.⁶ Isso por si só já é um grande diferencial. Outra vantagem importante a se frisar é a baixa volatilidade da renda na aposentadoria, pois cada TDP adquirido dará direito a uma renda estável corrigida pela inflação;

b) a remuneração do título será dada por IPCA mais uma taxa de juros de mercado, por todo o horizonte de tempo de existência do título. Ou seja, a renda do participante será totalmente protegida contra a inflação;

c) como visto, o título previdenciário mitiga o risco de longevidade, mas não o elimina, pois após 20 anos de pagamento de amortizações, não haverá mais recebi-

mentos de tais recursos, caso o participante viva mais tempo. Nesse caso, sugere-se que, dentro do ambiente da plataforma do TDP, haja um espaço em que constem as cotações, fornecidas por seguradoras previamente conveniadas, de renda vitalícia após os 85 anos. Dessa forma, o participante poderá, se quiser, converter parte de seus títulos previdenciários na referida renda vitalícia, vigorando dos 85 anos em diante, naturalmente abrindo mão do recebimento efetivo de parte dos recursos entre os 65 e os 85 anos de idade; e

d) Em caso de falecimento do titular do TDP antes do vencimento final do título,⁷ o saldo a receber será tratado para fins sucessórios como qualquer outra aplicação financeira. Assim sendo, esse saldo irá para inventário a ser partilhado entre os herdeiros legais.

Para entender o arranjo proposto, é importante olhar a Figura 1. No caso, assume-se que um jovem trabalhador de 25 anos deseja começar a poupar para a aposentadoria a partir de 2022 para se aposentar aos 65 anos em 2062. Assim sendo, a figura representa esse fluxo no tempo. É importante salientar que, como mostram as setas cinzas, o preço a ser pago por cada TDP vai variar ao longo do período de acumulação, de acordo com as condi-

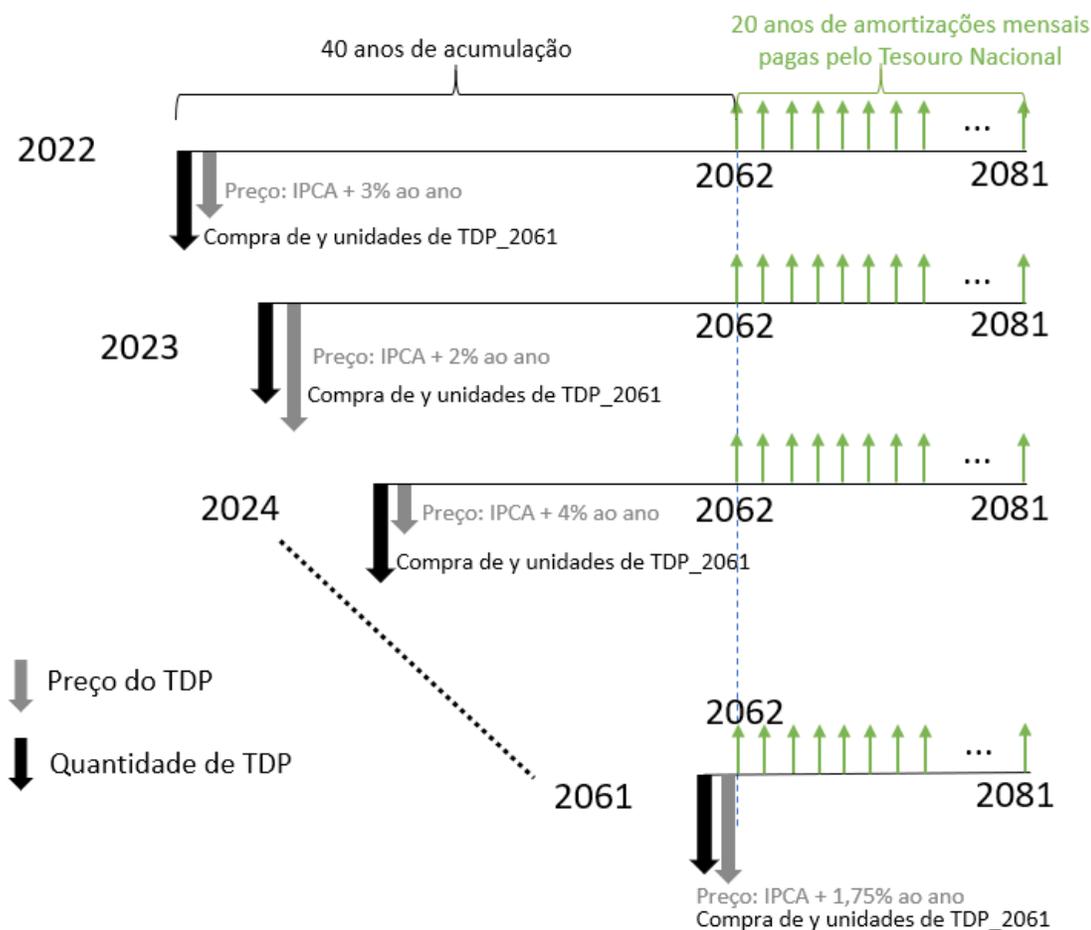
ções de mercado de cada momento de compra (preços na figura são meros exemplos hipotéticos). Observe-se, porém, que a renda a ser paga pelo TDP em todo o tempo permanece estável em R\$X em termos reais. E essa previsibilidade e estabilidade da renda são o que

importam para o poupador que está planejando uma renda de aposentadoria via TDP. Ao mesmo tempo, veja que as setas pretas não variam, pois representam a quantidade y de TDP que idealmente precisa ser comprada anualmente.

Figura 1 - Funcionamento Esquemático de um Planejamento de Renda para Aposentadoria Via TDP

Variáveis que o participante precisa decidir:

- Renda real desejada na aposentadoria via TDP: R\$X
- Data de aposentadoria escolhida: 2062



Fonte: Elaboração própria.

3 Síntese e Conclusões

O sistema público de previdência continuará a ser a principal fonte de renda na aposentadoria para a maior parte da população, mas cada vez mais será

mais importante que os trabalhadores procurem complementar a sua renda na aposentadoria com outros instrumentos. O Brasil pode se inspirar na ideia do instrumento financeiro *Standard of Living Indexed, Forward-starting, Income-only Securities (SeLFIES)*⁸

para desenhar um produto que complemente os atuais instrumentos de previdência privada com uma dinâmica que seja simples, de fácil compreensão e baixo custo. Um título público previdenciário nesses moldes permite ao indivíduo planejar com mais precisão a aposentadoria, ao mesmo tempo que fica protegido das distorções causadas pela inflação.

Com apenas duas informações – a renda desejada e a data prevista de aposentadoria – o poupador consegue planejar a sua aposentadoria. São informações fáceis de extrair de qualquer cidadão e que o eximem de se envolver nas várias decisões de maior complexidade existentes em produtos tradicionalmente negociados no mercado de previdência privada (modalidade do plano, regime tributário, tipo de renda a contratar e grau de risco dos investimentos, entre outras). A partir dessas duas informações, ele terá condições de saber que precisa adquirir uma determinada quantidade de TDP até o início da aposentadoria, bastando monitorar a evolução da quantidade de TDP adquiridos. Assim sendo, os planos de previdência privada continuam atraentes para o poupador mais sofisticado que quer fazer uso de benefícios tributários, um produto mais personalizado e com exposição a outros tipos de ativos. Ao mesmo tempo, o título público previdenciário atenderia uma camada da população que não tem educação financeira suficiente

para tomar uma decisão consciente sobre previdência privada e/ou não tem capacidade contributiva que lhe permita fazer uso da dedução tributária permitida por alguns planos de previdência privada, ou ainda acessar planos de previdência privada com taxas administrativas atraentes.

Referências

BANCO MUNDIAL. **Relatório sobre políticas de proteção social**. 2017. Disponível em: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2019/09/17/social-protection-must-adapt-to-changing-nature-of-work-world-bank-says>.

GIAMBIAGI, F. *et al.* **Tesouro direto previdência - uma proposta de SeLFIES brasileiro para auxiliar o planejamento da aposentadoria**. Texto para Discussão n.1, 12/2021. Disponível em: https://portali-bre.fgv.br/sites/default/files/2021-12/textosdediscussao_tesouro-direto-previdencia_16122021.pdf.

MERTON, R. C.; MURALIDHAR, A. SeLFIES: a new pension bond and currency for retirement. *SSRN Electronic Journal*, 2020. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3548319>.

MERTON, R. C.; MURALIDHAR, A.; VITORINO, A. SeLFIES can help Brazil create a SUPER Supplementary Pension. *Revista Brasileira de Previdência*. 11^a ed. – Primeiro Semestre I-2020.

MURALIDHAR, A. New bond would offer a better way to secure DC plans. *Pension & Investments*, 2015.

VITORINO, A. A. **A necessidade de um instrumento complementar ao RGPS**. Dissertação (Mestrado Profissional em Gestão de Políticas e Organizações Públicas) – Universidade Federal de São Paulo – Escola Paulista de Política, Economia e Negócios, Osasco, 2019.

1 Este texto é uma resenha do artigo de Giambiagi *et al.* (2021).

2 Banco Mundial (2017).

3 Muralidhar (2015).

4 Para ser fidedigno, é preciso dizer que os criadores do SeLFIES defendem que o título seja corrigido por um índice agregado de variação do consumo *per capita*. Entretanto, dada a inexistência de um índice desse tipo que tenha amplo histórico e confiabilidade no Brasil, sugere-se que, no caso brasileiro, seja utilizado um índice de preços ao consumidor.

5 Vitorino (2019) e Merton, Muralidhar e Vitorino (2020).

6 Por risco de reinvestimento entende-se a necessidade de reinvestir um recurso devido ao vencimento de um título. No caso em questão, como o título tem prazo bastante longo esse risco é bastante reduzido. Por outro lado, um título de 5 ou 10 anos de vencimento tem alto risco de reinvestimento para o planejamento previdenciário, que é de longo prazo. Isto porque ao adquirir um título com remuneração de x% ao ano, no seu vencimento terá que reinvestir na compra de um novo título às condições de mercado que estiverem prevalentes, o que pode ser muito diferente do x% inicial.

7 Ou seja, antes de concluir o pagamento das amortizações mensais por 20 anos.

8 Merton e Muralidhar (2020).

(*) *Auditor de Finanças e Controle do Tesouro Nacional em exercício na Secretaria da Previdência Social no cargo de Coordenador-Geral de Estudos Técnicos e Análise Conjuntural. Anteriormente, atuou na Secretaria de Política Econômica, na Secretaria do Tesouro Nacional e em outras instituições do setor privado. Doutor em Economia do Desenvolvimento e das Instituições pela Universidade de São Paulo e Mestre em Ciências Econômicas pela Universidade Estadual de Campinas. (E-mail: mauricio.leister@gmail.com)*

O Novo Acordo da Argentina com o FMI e as Lições para a Discussão Econômica do Brasil

GABRIEL BRASIL (*)

1 A Situação da Argentina

Desde que tomou posse, em dezembro de 2019, o presidente argentino Alberto Fernández teve como uma das suas prioridades renegociar as dívidas do governo federal junto a credores privados e ao Fundo Monetário Internacional (FMI), que, juntas, alcançavam 94% do PIB quando da sua posse segundo dados oficiais. Isso se deveu às severas restrições fiscais e monetárias que a Argentina tem enfrentado na última década, com reservas em moeda estrangeira em níveis insustentáveis na esteira de recorrentes recessões e um manejo de política econômica notoriamente expansionista.

Em agosto de 2019, sob a liderança do Ministro da Economia Martín Guzmán, a Argentina conseguiu um acordo com credores privados em 54 centavos no dólar – um ajuste bastante significativo no montante total a ser pago, que garantiu algum alívio para o governo no curto prazo. Ficou pendente, no entanto, renegociar os 44,5 bilhões de dólares contratados junto ao FMI, cujos vencimentos começariam a pressionar mais substancialmente

o orçamento notadamente a partir de 2022.

A incerteza acerca de um possível acordo foi exacerbada pela pandemia da COVID-19, que derrubou o PIB argentino em 10% em 2020 (em 2021, a economia reagiu em ritmo robusto, tendo crescido a uma taxa equivalente de acordo com dados preliminares). Em 28 de janeiro, em meio à crescente ansiedade entre investidores, Guzmán anunciou um acordo amistoso junto ao fundo, que deve trazer maior estabilidade financeira para a Argentina – ao menos nos próximos meses.

Chama a atenção o modelo do novo acordo, que merece discussão devido ao seu ineditismo com relação às condicionantes (ou à falta delas) associadas à negociação e às lições que elas trazem para o debate econômico em países emergentes.

Como anunciado oficialmente pelo governo, o FMI alongou os prazos de pagamento da dívida argentina e incluiu um período de carência, mas não exigiu mudanças de política fiscal abruptas e, nem de perto, equivalentes àquelas pelas quais ficou conhecido (e mal visto)

na América Latina nas décadas de 1990 e 2000. De acordo com o novo programa, o governo argentino deverá conduzir um ajuste fiscal gradual até 2024: seu déficit ficará estipulado em 2,5% do PIB em 2022, 1,9% em 2023 e 0,9% em 2024. Vale notar que o maior esforço de redução de gasto, neste último ano, se dará no mandato do próximo presidente. Não há, ainda, receiptuário específico sobre como o governo deve atingir estas metas – sem a existência, por exemplo, de menções a uma reforma previdenciária, que foi especulada por economistas locais no último ano.

Pelo lado monetário, o acordo incluiu o compromisso de o governo federal e o Banco Central Argentino (BCRA) reduzirem o financiamento do déficit via emissões para 1% do PIB (vis-à-vis os 7,3% praticados em 2020 e os 3,7% de 2021) e adotarem uma taxa de juros positiva em termos reais. Essa, sim, trata-se de uma meta relativamente ambiciosa. Com a inflação prevista para 55% em 2022 (de acordo com o Relatório REM de dezembro de 2021)¹, isso significa que o BCRA deve subir a taxa básica do atual nível de 34% para algo próximo ao patamar de 60%. Este

é, provavelmente, o ponto central da discussão.

O tamanho da dívida em contraste com o total de reservas do BCRA (em cerca de 5 bilhões de dólares) significa que é virtualmente impossível que a Argentina honre suas obrigações financeiras sem crescimento econômico sustentado nos próximos anos. Ocorre que, para estabilizar a economia e promover as bases para tal processo, o controle monetário exigirá um contracionismo agudo por parte da autoridade monetária – o que, por sua vez, tem o potencial de colocar o país novamente em um ambiente recessivo.

Trata-se de um paradoxo – ou uma armadilha – inconveniente para o governo argentino e também para seus credores, que traz reflexões importantes acerca das dificuldades de países emergentes dotadas de economias pouco resilientes a choques.

2 Reflexões para o Brasil

O Brasil tem o mérito de contar com reservas monetárias significativas, que protegem o país de riscos financeiros agudos – tanto no curto como no médio prazo. Como pacificado na literatura, isso foi resultado da adoção bem-sucedida de um tripé macroeconômico durante o final da década de 1990 e o começo dos anos 2000 por diferentes gestões no governo federal.

Trata-se de um contrafactual interessante para o caso da Argentina, que não adotou, no mesmo período, agendas bem coordenadas para suas políticas fiscal e monetária: pelo contrário, manteve elevada volatilidade de *policy* entre diferentes gestões e, no caso daquelas mais duradouras (entre 2003 e 2015), um expansionismo curto-prazista sustentado inicialmente pelo *boom* dos preços globais de *commodities* daquele período.

Há, no entanto, problemas financeiros crônicos que continuam a impactar as perspectivas de crescimento do Brasil, em particular aqueles relacionados à inflação. Apesar de ter atingido níveis controlados entre 2018 e 2019, o acelerado repique registrado em 2021 (que deve se manter, em certo nível, em 2022) reforçou a tese de que o problema monetário brasileiro tem direta ligação com a situação fiscal do país – e não deve ser tratado estritamente como resultado de choques exógenos (como aqueles ligados à crise hídrica ou aos problemas das cadeias de suprimento globais do ano passado).

Mais do que isso, como bem discutiu o economista da Instituição Fiscal Independente do Senado (IFI), Felipe Salto, em artigo recente publicado no jornal *O Estado de S. Paulo*, a inflação ainda exerce um papel conveniente nas contas públicas para incumbentes no curto prazo.² Como demonstrado pelo

autor, o governo federal se aproveitou, em 2021, do aumento nominal das suas receitas para, sem que a maior parte das suas despesas tenha sido reajustada, celebrar um superávit primário.

Vale notar que, como também mostra de forma pacífica a literatura, a inflação representa um confisco monetário com impacto direto sobretudo nas parcelas mais pobres da população, cuja propensão marginal ao consumo tende a cem por cento. O desequilíbrio das contas públicas, portanto, é financiado por este grupo, ao passo que também afeta as expectativas financeiras futuras e, por conseguinte, os níveis de investimento. O Brasil se coloca, portanto, numa armadilha crônica de baixo crescimento e elevada pobreza – mesmo sem enfrentar os desafios financeiros agudos dos seus vizinhos.

Uma conclusão possível desta avaliação é de que, em países com moedas relativamente fracas, como são os casos de Brasil e Argentina, a discussão da política econômica não pode renegar a importância da estabilização financeira a um segundo plano. Nota-se, anedoticamente, nos dois países, debates acalorados acerca de mecanismos de política industrial e mesmo de combate à miséria – importantes temas para ambas as economias – mas uma aptidão limitada, em certa medida, para se discutir necessárias maneiras de garantir que

tais mecanismos não sejam sabotados pela recorrente e perversa depreciação da moeda.

Outra conclusão diz respeito ao relacionamento de governos diferentes junto a credores privados – incluindo fundos internacionais e organizações multilaterais como o FMI. Há, na América Latina, um sentimento predominante junto a certas parcelas da sociedade, de que estes são *stakeholders* cuja atuação seria essencialmente maléfica às economias locais. Esse sentimento é nutrido por forças políticas que, desinteressadas em praticar políticas fiscais sustentáveis, alimentam conflitos (ainda que retóricos) com tais instituições que, no limite, apenas aumentam as dificuldades das suas economias em financiar suas dívidas. Foram notórios, por exemplo, no caso da Argentina, os ataques da vice-presidente Cristina Kirchner ao FMI, atribuindo múltiplas vezes nos últimos anos uma responsabilidade do fundo na delicada situação social que atualmente vive o país. No caso do Brasil, o caso da chamada PEC dos Precatórios – aprovada no ano passado – foi sinalização semelhante, na medida em que representou, grosso modo, um calote explícito em um elemento importante da dívida pública dada a unilateralidade da sua natureza.

Embora seja importante reconhecer a soberania dos países para controlar seus próprios orçamentos, não é cabível considerar como sérias tais posturas. A confiança de credores – ainda que ajustada por negociações duras à luz de novas circunstâncias (como a recessão provocada pela pandemia) – reduz custos no curto prazo e favorece a construção de um amadurecimento institucional importante no longo prazo. Países emergentes como o Brasil e a Argentina têm desafios sociais grandiosos e devem sim discutir formas de resolvê-los de forma prioritária. No entanto, isto não pode se opor à importância de se preservar também a sustentabilidade econômica do país para as gerações futuras, sob riscos de nos prendermos a outra armadilha: a de um *trade-off* falacioso que não favorece o nosso crescimento nem o combate à pobreza e às desigualdades.

1 “*Resultados del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)*” é um relatório coordenado pelo BCRA que compila expectativas de instituições privadas para indicadores econômicos selecionados de forma periódica. É análogo ao Relatório Focus, do Banco Central Brasileiro.

2 SALTO, Felipe. O joio e o trigo nas contas do governo. **O Estado de S. Paulo**, 1 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://opiniao.estadao.com.br/noticias/espaco-aberto,o-joio-e-o-trigo-nas-contas-do-governo,70003966047>. Último acesso em: 03 fev. 2022.

(*) Economista pela Universidade Federal de Minas Gerais e mestre em economia política internacional pela Universidade de São Paulo. (E-mail: gabrielchbrasil@gmail.com).

A Atividade Econômica em 2021

GUILHERME TINOCO (*)

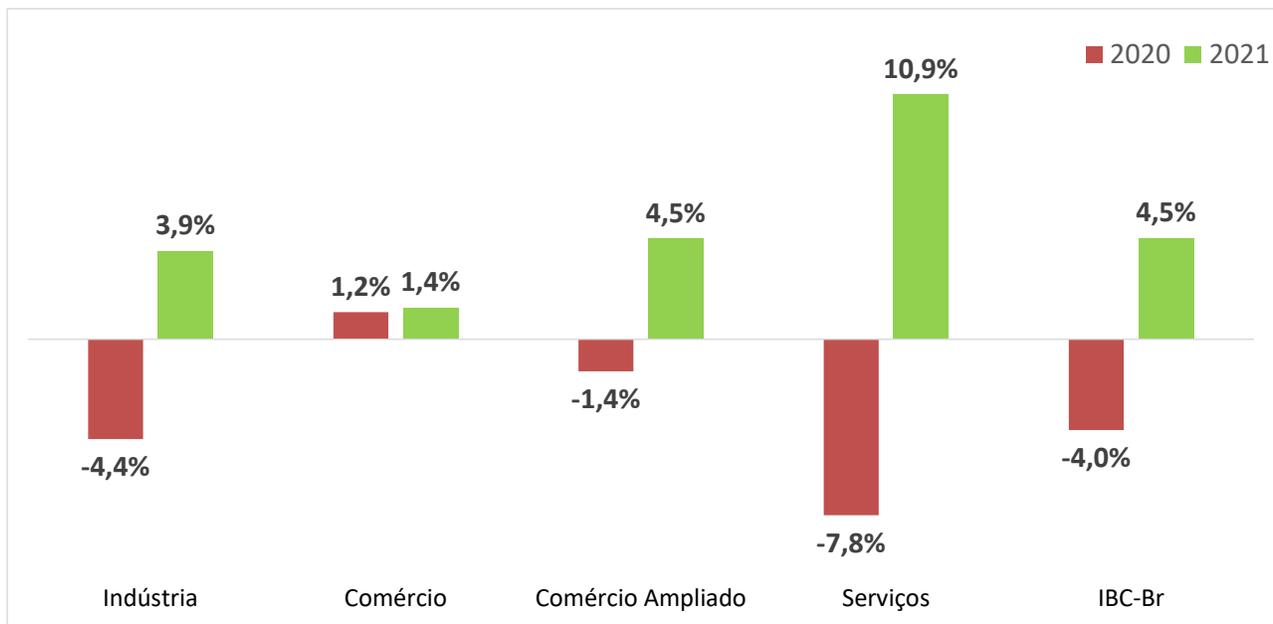
No início de fevereiro, foram divulgados os principais indicadores de atividade econômica fechados para o ano de 2021. Embora ainda falte a divulgação do número definitivo do PIB pelo IBGE, que acontecerá no dia 4 de março, as principais pesquisas conjunturais já nos permitem entender como se comportou a economia brasileira no ano

passado. Este é, portanto, o objetivo deste artigo. Para essa análise, utilizaremos os dados de indústria, comércio e serviços, além do indicador agregado de atividade do Banco Central, o IBC-Br.¹

O primeiro ponto a notar é que, como esperado, foi um ano de forte recuperação da atividade,

após as fortes quedas observadas no ano de 2020. O Gráfico 1 mostra as variações em 2021 em relação a 2020 da produção industrial, do comércio restrito, do comércio ampliado, dos serviços e da atividade econômica agregada. Também mostra, para efeito de comparação, as variações de 2020 em relação a 2019.

Gráfico 1 – Atividade Econômica em 2021 e 2020 (Crescimento em Relação ao Ano Anterior)



Fonte: IBGE e BCB.

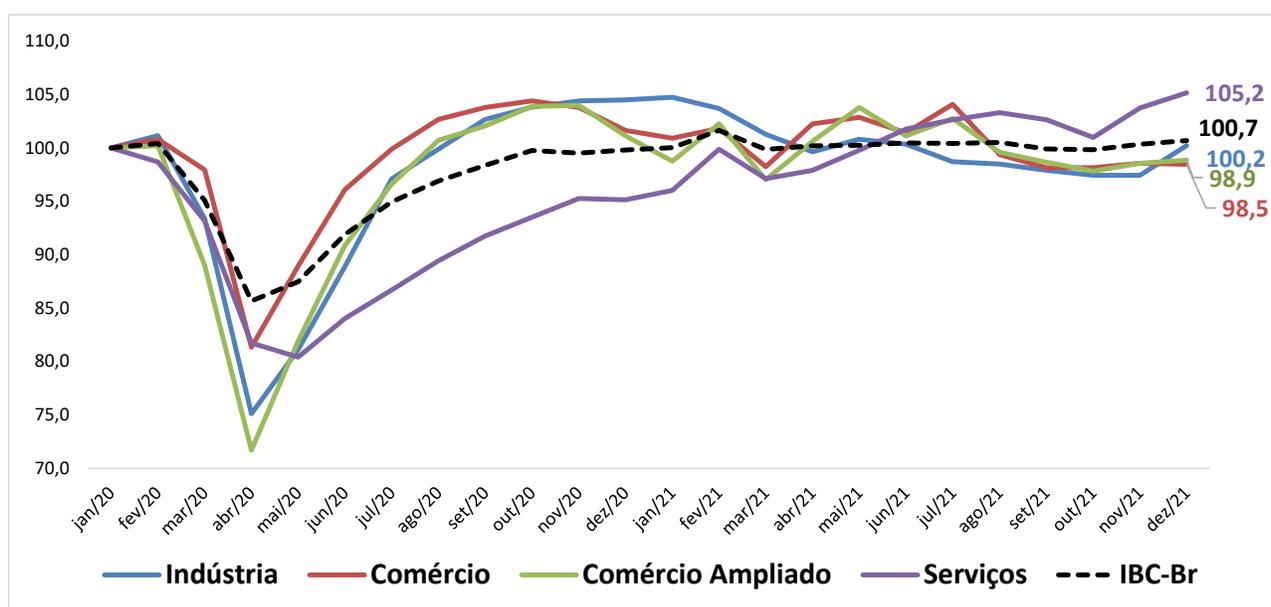
Como pode ser visto, em 2021, houve alta em todas as categorias. Em 2020, pelo contrário, apenas o comércio restrito tinha apresentado elevação, com todas as outras categorias recuando. Em 2021, a produção da indústria cresceu 3,9%, o comércio restrito cresceu 1,4%, o comércio ampliado (que inclui veículos e materiais de construção) aumentou 4,5%, os

serviços subiram 10,9% e a atividade agregada aumentou 4,5%. Vale lembrar que este último tem uma forte relação com o PIB, que também deve aumentar cerca de 4,5%, segundo as estimativas de mercado mais recentes.

O segundo ponto a notar é que, apesar dos fortes números observados para o ano fechado, este mo-

vimento se deveu mais à trajetória desempenhada na segunda metade de 2020, que viabilizou um grande carregamento estatístico para o ano que se encerrou. No Gráfico 2, que mostra a trajetória dos indicadores em bases mensais, percebe-se que, de maneira geral, o nível de atividade ficou mais ou menos estável ao longo de 2021.

Gráfico 2 – Atividade Econômica em 2021 e 2020 (Em Volume, Janeiro de 2020 = 100)



Fonte: IBGE e BCB.

Em relação à indústria, por exemplo, verifica-se que o nível de produção observado ao final de 2021 era bem similar ao de janeiro de 2020 e ligeiramente abaixo daquele observado entre o final de 2020 e início de 2021. No caso dos comércios (restrito e ampliado), também se verifica que os pa-

tamares observados ao final de 2021 ficaram ligeiramente abaixo da média do ano (e também abaixo daquele de janeiro de 2020). Somente os serviços encerraram 2021 em uma crescente: de setor mais atrasado na recuperação ao longo de 2020, tiveram uma elevação mais consistente na segunda

metade de 2021 e encerraram o ano em patamar significativamente acima do nível de janeiro de 2020. O indicador de atividade agregada do Banco Central ficou praticamente em “linha reta” ao longo do ano, encerrando 2021 em um patamar apenas 0,7% acima daquele de janeiro de 2020.

A próxima questão é entender como se comportou cada segmento dentro de cada um desses setores. Com as particularidades desse biênio, é possível constatar profundas diferenças no exame dos dados desagregados.

Na indústria, por exemplo, 18 dos 26 segmentos apresentaram alta na produção. Os maiores destaques vieram de veículos e máquinas e equipamentos: cresceram, respectivamente, 20,4% e 24,1%. Ambos vinham de redução expressiva em 2020, de 27,9% e 4,2%. Somente esses dois setores responderam por 2,9 pontos percentuais da alta de 3,9% da indústria no ano e isso sem considerar seus efeitos em outros setores. Também merecem menção os setores de metalurgia (+15,5%) e minerais não metálicos (+14%); do lado negativo, chama atenção a queda de alimentos, de 7,8%, um dos poucos setores que havia crescido em 2020.²

No comércio, dos 10 setores cobertos pela pesquisa, 6 tiveram alta nas vendas em relação a 2020. Enquanto alguns se recuperaram das fortes quedas do ano anterior (como tecido e vestuário, com alta de 13,8% depois de queda de 22,5% em 2020; combustíveis, que cresceram 0,3% seguindo a queda de 9,7% de 2020 e veículos, com

alta de 14,9% depois do recuo de 13,6% do ano anterior), outros seguiram crescendo, como artigos farmacêuticos, outros artigos de uso pessoal e materiais de construção. Dentre os setores de queda, destacam-se o de móveis e eletrodomésticos (queda de 7% depois de alta de 10,6% em 2020) e livros, jornais e revistas (queda de 16,9% depois da queda de 30,6% do ano anterior). Enquanto o primeiro parece ter sofrido com uma antecipação de consumo realizada em 2020, o segundo voltou a cair, mostrando uma possível tendência de redução a partir das novas tecnologias existentes no setor.

Já em serviços, foi notada a recuperação mais robusta, alcançando todos os cinco subsetores.³ Como o setor sofreu mais com as restrições impostas durante a pandemia, as taxas de crescimento foram mais expressivas em 2021, destacando-se o subsetor de serviços prestados às famílias, com alta de 18,2% (depois da queda de 35,6% em 2020), e de transportes, correio e armazenagem (alta de 15,1% depois da queda de 7,6%).

Apesar da forte recuperação verificada no ano de 2021, as perspectivas para 2022 são pouco animadoras. Como vimos no Gráfico 2, a atividade segue mais ou menos

estável desde o início de 2021, sem nenhuma aceleração observada. Ao mesmo tempo, cada um desses setores sofrerá com a conjuntura mais geral, caracterizada por inflação elevada, perda de renda real dos consumidores e juros em elevação. Além disso, há fatores mais pontuais, como no caso da indústria, que sofre com os gargalos em algumas cadeias de insumos e com a alta nos custos de transportes. O consumo também não vem passando por um bom momento, dados os níveis ainda elevados de desemprego e a já comentada perda de renda real. Apenas os serviços podem ter um cenário mais promissor, mas mais concentrado naqueles subsetores que ainda têm um espaço para recuperação até alcançar os níveis pré-pandemia.

O resultado de todo esse cenário pode ser visto com mais clareza nas expectativas de mercado para o crescimento do PIB em 2022, que seguem em torno de 0,3%, sendo que casas importantes mantêm uma previsão de número negativo ou zerado. Embora o país necessite de números bem mais elevados, sobretudo para melhorar a fotografia no mercado de trabalho, infelizmente é esse o prognóstico mais atualizado que temos hoje.

Anexo

Tabela 1 – Variação Anual nos Setores e Subsetores de Indústria, Comércio e Serviços

	2020	2021
Indústria (*)	-4,4	3,9
Veículos	-27,9	20,4
Metalurgia	-7,2	15,5
Máquinas e Equipamentos	-4,2	24,1
Extrativa	-3,4	1,1
Produtos químicos	-0,5	5,7
Celulose	1,3	3,5
Alimentos	4,2	-7,8
Derivados Petróleo, Coque, etc	4,4	-0,8
Minerais não metálicos	-2,6	14,0
Comércio Ampliado	-1,4	4,5
Combustíveis e lubrificantes	-9,7	0,3
Hipermercados e supermercados	4,8	-2,6
Tecidos, vestuário e calçados	-22,5	13,8
Móveis e eletrodomésticos	10,6	-7,0
Artigos farmacêuticos, médicos, etc	8,3	9,8
Livros, jornais, revistas e papelaria	-30,6	-16,9
Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	-16,2	-2,0
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	2,5	12,7
Veículos, motocicletas, partes e peças	-13,6	14,9
Material de construção	10,8	4,4
Serviços	-7,9	10,9
Serviços prestados às famílias	-35,6	18,2
Informação e comunicação	-1,6	9,4
Serviços profissionais, administrativos e complementares	-11,4	7,3
Transportes, serviços auxiliares aos transportes e correio	-7,6	15,1
Outros serviços	6,8	5,0

Fonte: IBGE e BCB. (*) Foram listados somente os subsetores de maior peso

1 Os dados utilizados se referem à Pesquisa Industrial Mensal (IBGE), à Pesquisa Mensal do Comércio (IBGE) e à Pesquisa Mensal dos Serviços (IBGE), além do indicador de atividade do Banco Central, o IBC-Br.

2 Segue, no anexo, a Tabela 1, com as variações anuais de subsetores da indústria, comércio e serviços.

3 Importante dizer que as atividades cobertas pela PMS abrangem apenas cerca de 30% do valor adicionado dos serviços no PIB, como mostra Box sobre o tema no Relatório Trimestral de Inflação do BCB de março de 2017.

(*) Mestre em Economia pela FEA/USP. (E-mail: gtinoco2002@hotmail.com).

Relatório de Indicadores Financeiros¹

NÚCLEO DE ECONOMIA FINANCEIRA DA USP – NEFIN-FEA-USP (*)

Em 02/jan/2012 foram (teoricamente) investidos R\$ 100 em quatro carteiras *long-short* tradicionais da literatura de Economia Financeira. O Gráfico 1 apresenta a evolução dos valores das carteiras. (1) Carteira de Mercado: comprada em ações e vendida na taxa de juros livre de risco; (2) Carteira Tamanho: comprada em ações de empresas pequenas e vendida em ações em empresas grandes; (3) Carteira Valor: comprada

em ações de empresas com alta razão “valor contábil-valor de mercado” e vendida em ações de empresas com baixa razão; (4) Carteira Momento: comprada em ações de empresas vencedoras e vendida em ações de empresas perdedoras. Para detalhes, visite o *site* do NEFIN, seção “Fatores de Risco”: <http://nefin.com.br/risk_factors.html>.

Gráfico 1 – Estratégias de Investimentos (Long - Short) (02/01/2012 – 11/02/2022)

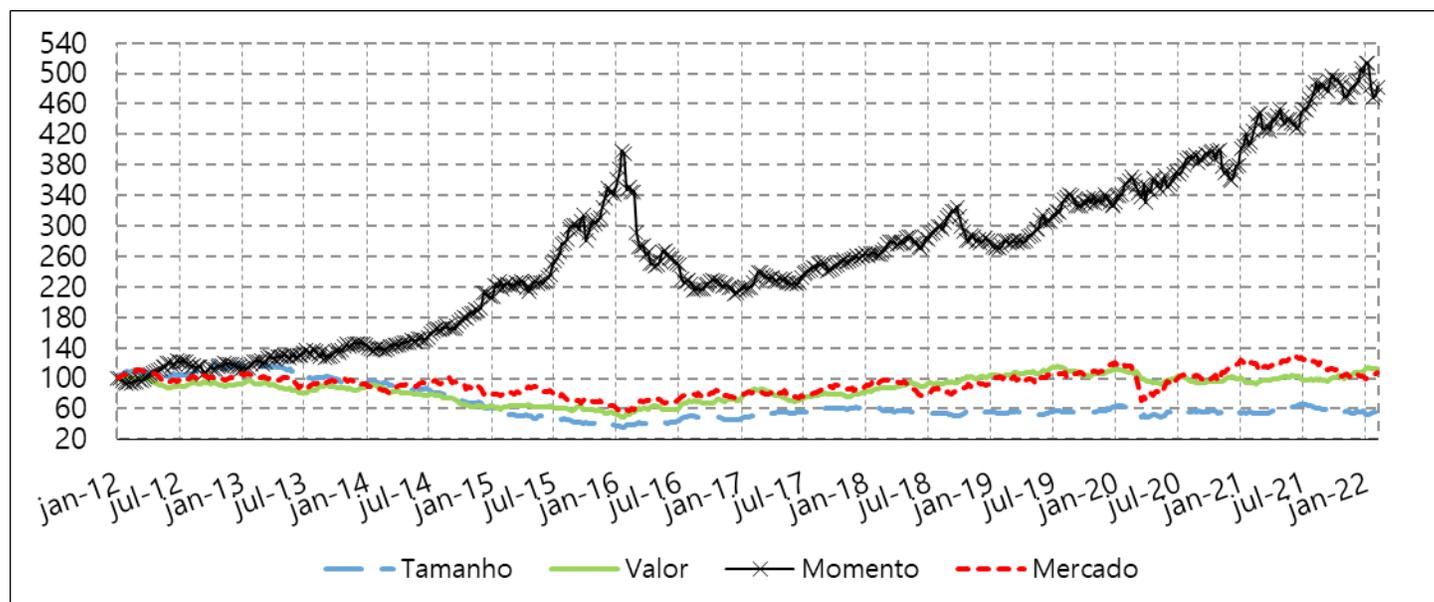


Tabela 1

	Tamanho	Valor	Momento	Mercado
Semana	-3,36%	-0,21%	2,21%	0,76%
Mês atual	-4,90%	0,68%	4,58%	-0,01%
Ano atual	-5,23%	2,71%	-3,67%	4,86%
2010-2022	-46,95%	-0,75%	719,96%	-13,90%

O Gráfico 2 apresenta a evolução histórica do *dividend yield* do mercado acionário brasileiro: razão entre o total pago de dividendos nos últimos 12 meses pelas empresas e o valor total das empresas hoje. Essa é tradicionalmente uma variável estacionária (reverte à média) e é positivamente correlacionada com o retorno futuro esperado dos investidores. Ou seja, é alta em momentos ruins (de alto risco ou alta aver-

são ao risco), quando os investidores exigem retorno esperado alto para investir no mercado, e baixa em momentos bons. A Tabela 2 apresenta o inverso do *dividend yield*, conhecido como Razão Preço-Dividendo, de algumas empresas. Ordenam-se os papéis da última semana de acordo com essa medida e reportam-se os papéis com as dez maiores e dez menores Razões Preço-Dividendo.

Gráfico 2 – Dividend Yield da Bolsa (01/01/2009 - 11/02/2022)

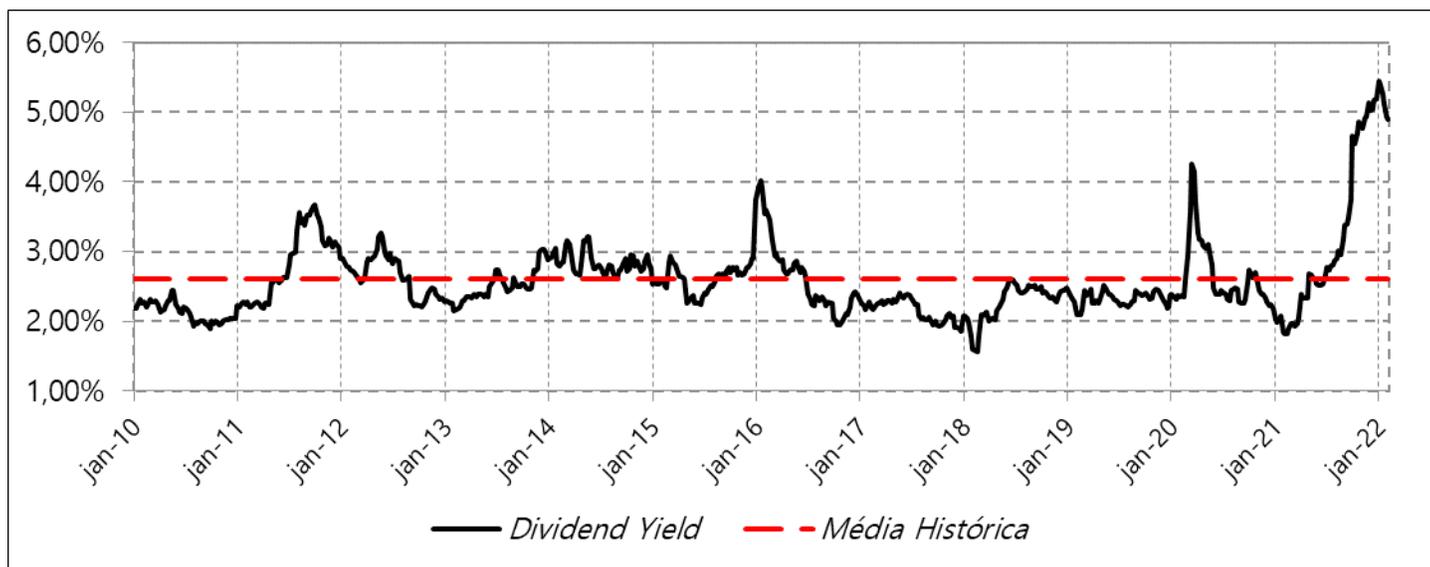


Tabela 2

Dez Maiores			Dez Menores	
	Papel	Preço-Dividendo	Papel	Preço-Dividendo
1.	PETZ3	1569,04	BRAP4	2,84
2.	SQIA3	1137,14	PETR4	5,73
3.	BIDI4	678,84	VALE3	6,04
4.	MGLU3	438,48	TRPL4	6,63
5.	HAPV3	311,59	CPL6	6,82
6.	ARZZ3	280,04	UNIP6	7,00
7.	QUAL3	262,73	BRKM5	7,17
8.	IGTI3	258,69	LAVV3	8,02
9.	GNDI3	234,80	DXCO3	8,09
10.	RENT3	194,92	BMGB4	9,57

O Gráfico 3 apresenta a evolução histórica do short interest do mercado acionário brasileiro e a taxa média de aluguel de ações. O short interest de uma empresa é dado pela razão entre a quantidade de ações em aluguel e a quantidade de ações outstanding da empresa. Mede assim o estoque de vendas a descoberto realizadas com as ações da empresa, tendendo a ser maior em momentos de expectativa de queda no valor

da empresa. O short interest do mercado, apresentado no gráfico, é a média (ponderada por valor) dos short interest individuais. A Tabela 3 reporta os cinco maiores short interest individuais e taxas de aluguel da semana passada, tanto em nível como primeira diferença (no caso deste último, são excluídos os papéis que tiveram variação negativa).

Gráfico 3 – Mercado de Aluguel de Ações (01/01/2013 - 10/02/2022)

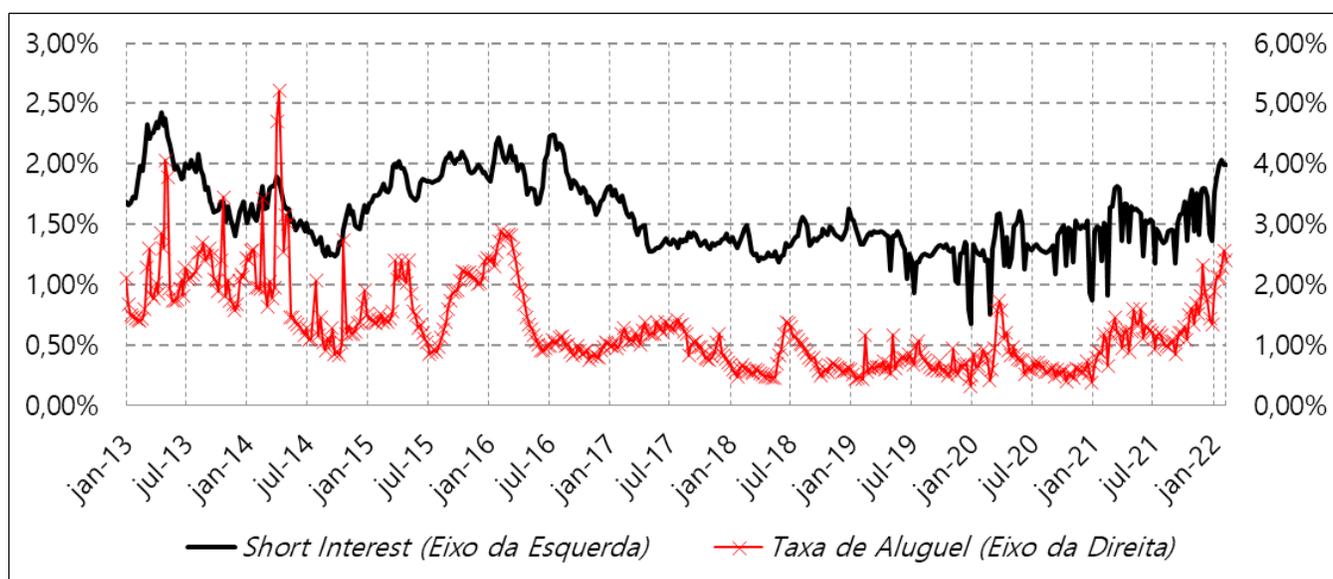


Tabela 3

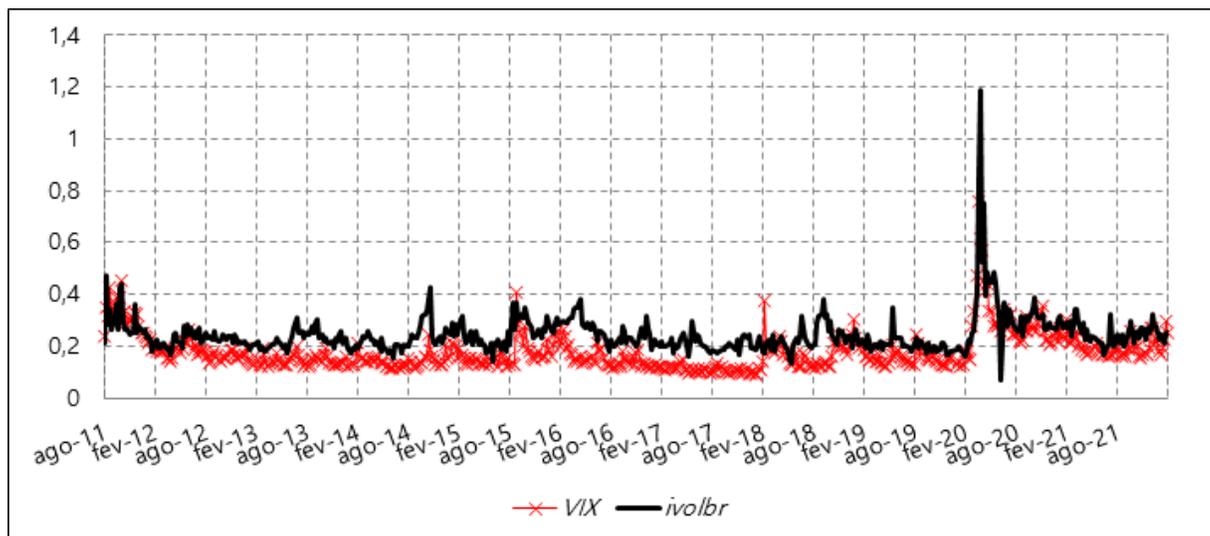
Cinco Maiores da Semana				
Short interest			Taxa de Aluguel	
1.	IRBR3	13,89%	TRAD3	66,89%
2.	VIIA3	12,33%	HAPV3	42,78%
3.	CVCB3	9,73%	BIDI4	34,56%
4.	CYRE3	9,42%	SANB4	27,00%
5.	YDUQ3	8,79%	ARZZ3	26,81%
Variação no short interest			Variação na taxa de aluguel	
1.	MDIA3	2,56%	ARZZ3	9,46%
2.	IRBR3	1,18%	FLRY3	5,52%
3.	BBDC4	1,11%	BLUT3	5,33%
4.	VIIA3	1,09%	TRAD3	5,16%
5.	TCSA3	1,07%	TRPL3	5,00%

O IVol-BR é um índice de volatilidade futura esperada para o mercado acionário brasileiro. É derivado do comportamento dos preços de opções sobre o IBOVESPA. Já o VIX® é o índice de volatilidade futura esperada para o mercado americano calculado pela CBOE®.²

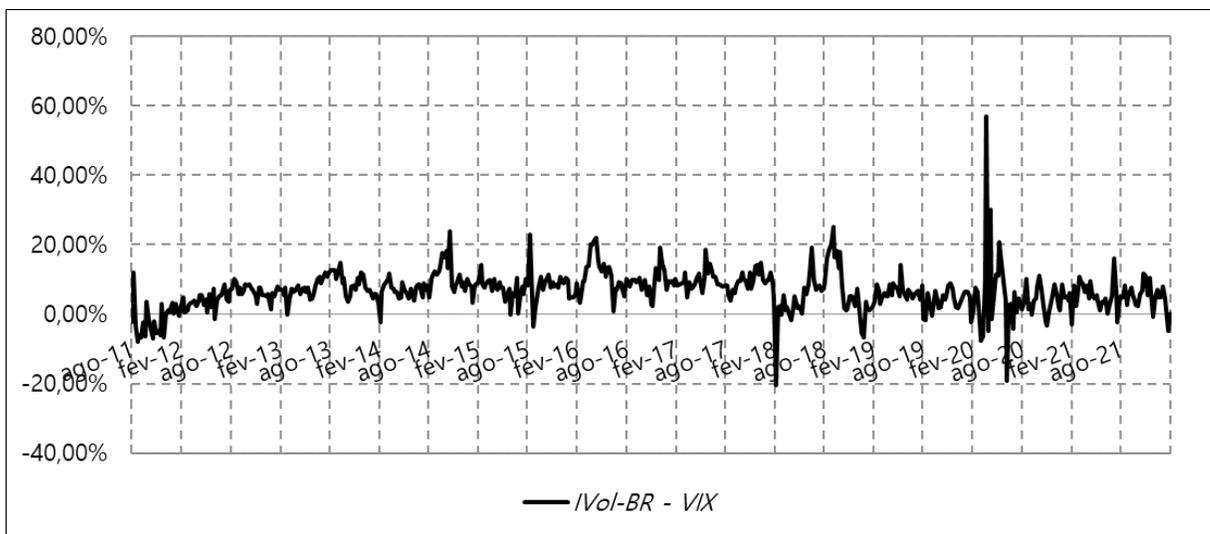
O Gráfico 4A apresenta ambas as séries. O Gráfico 4B apresenta a diferença entre os índices, capturando assim a evolução da incerteza especificamente local. Para detalhes, visite o site do NEFIN, seção “IVol-Br”: <http://nefin.com.br/volatility_index.html>.

Gráfico 4 – Volatilidade Forward-Looking (01/08/2011 - 31/01/2022)

A



B



1 O NEFIN não se responsabiliza por qualquer dano ou perda ocasionada pela utilização das informações aqui contidas. Se desejar reproduzir total ou parcialmente o conteúdo deste relatório, está autorizado desde que cite este documento como fonte. O Nefin agradece à FIPE pelo apoio financeiro e material na elaboração deste relatório.

2 VIX® e CBOE® são marcas registradas da Chicago Board Options Exchange.

(*) <<http://nefin.com.br/>>.

Nota CEMEC Fipe 01/2022: Poupança Financeira das Famílias Aumenta e não Reforça o Consumo em 2021¹

CEMEC – CENTRO DE ESTUDOS DE MERCADO DE CAPITAIS DA FIPE(*)

1 Objetivo

O objetivo desta Nota CEMEC Fipe 01/2022 é analisar a retomada do crescimento da poupança financeira das famílias no fim do ano de 2021, revertendo a queda observada a partir de setembro e formular algumas hipóteses sobre as razões desse desempenho. Essa retomada ocorre mesmo na permanência dos fatores que provavelmente explicariam a queda a partir de setembro, como é o caso do arrefecimento da pandemia e da forte queda da renda real da maioria da população com a aceleração da inflação. A ideia é verificar quais fatores teriam atuado para gerar essa reversão de tendência de modo a inibir o uso da poupança financeira acumulada para reforçar a demanda de consumo.

2 Sumário

O aumento do fluxo de poupança financeira das famílias no final de 2021 reverte a tendência negativa observada a partir de setembro, tendência essa em consonância com a redução do número de novos

casos da COVID-19 e o relaxamento das medidas de afastamento social.

Foram formuladas algumas hipóteses sobre os fatores que explicariam o salto positivo da poupança financeira no final do ano. Pode ser o resultado de um fator precaucional, antecipando os efeitos da chegada da variedade ômicron da COVID-19 com grande poder de contágio em vários países do mundo e que se disseminou no país a partir de janeiro. Outra hipótese aponta para a migração de poupança destinada a imóveis para ativos financeiros, com o aumento dos custos de construção e de financiamento imobiliário, evidenciada pela queda da venda de imóveis novos no último trimestre de 2021. Outra hipótese é que parte desse aumento de poupança financeira doméstica resultou da reversão do crescimento do fluxo de investimentos em carteira de brasileiros no exterior, ocorrida também no último trimestre.

A utilização desses fatores para fins da realização de projeções do fluxo de poupança financeira das

famílias em 2022 e principalmente quanto aos seus efeitos potenciais sobre a demanda de consumo tem elevado grau de incerteza. Trata-se de uma questão relevante, levando em conta a existência de um volume de poupança financeira acumulada de R\$ 575 bilhões, que representa cerca de 11% do consumo total das famílias no ano terminado no terceiro trimestre de 2021. Mesmo a utilização de uma parcela modesta desse valor pode gerar grande impacto na demanda e no PIB.

Para a formulação de cenários, parecem ser mais relevantes as hipóteses relativas à evolução da pandemia, principal condicionante do retorno à “vida normal” sem as incertezas e restrições impostas pela COVID-19. A concretização das expectativas mais positivas de controle da pandemia nos próximos trimestres aumenta a probabilidade da retomada da tendência de queda do fluxo de poupança financeira que já havia ocorrido entre setembro e novembro, com impacto positivo sobre a demanda de consumo.

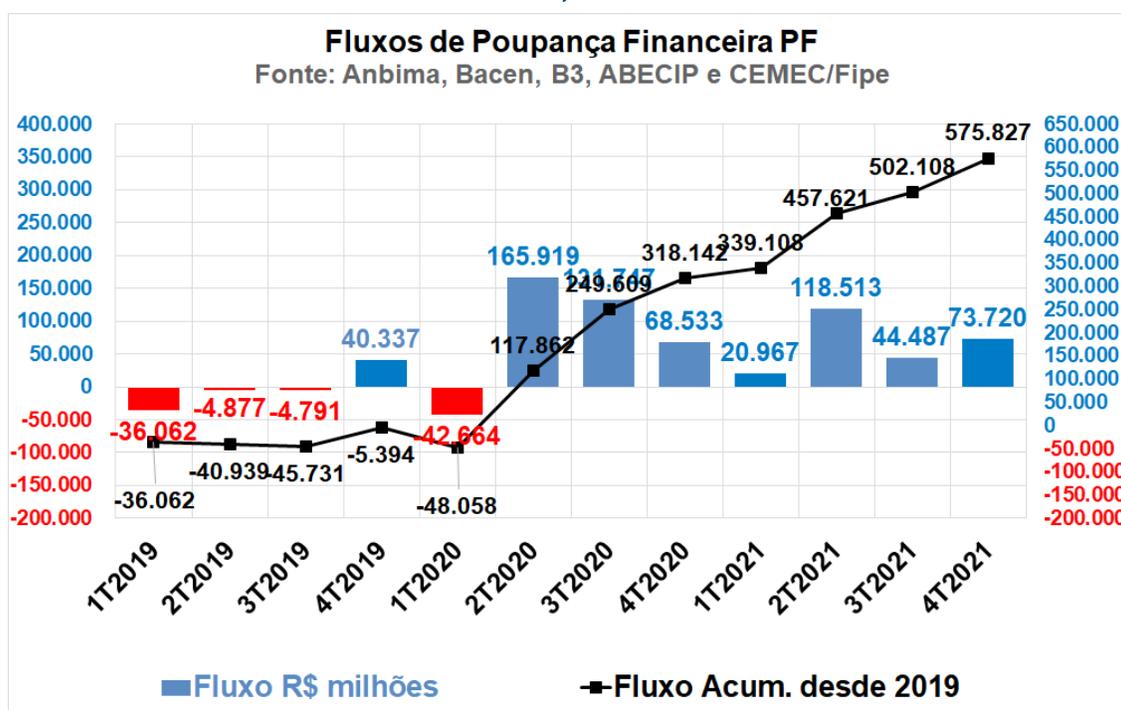
3 Poupança Financeira das Famílias Retoma o Crescimento no Último Trimestre de 2021

A estimativa da evolução do fluxo líquido de poupança financeira das famílias no período de 2019 até o quarto trimestre de 2021 é apresentada no Gráfico 1. A magnitude dessa acumulação de poupança financeira de R\$ 578,8 bilhões pode ser avaliada se lembrarmos que esse valor representa cerca de 11% do consumo total das famílias no ano terminado no terceiro tri-

mestre de 2021, último dado disponível das contas nacionais.

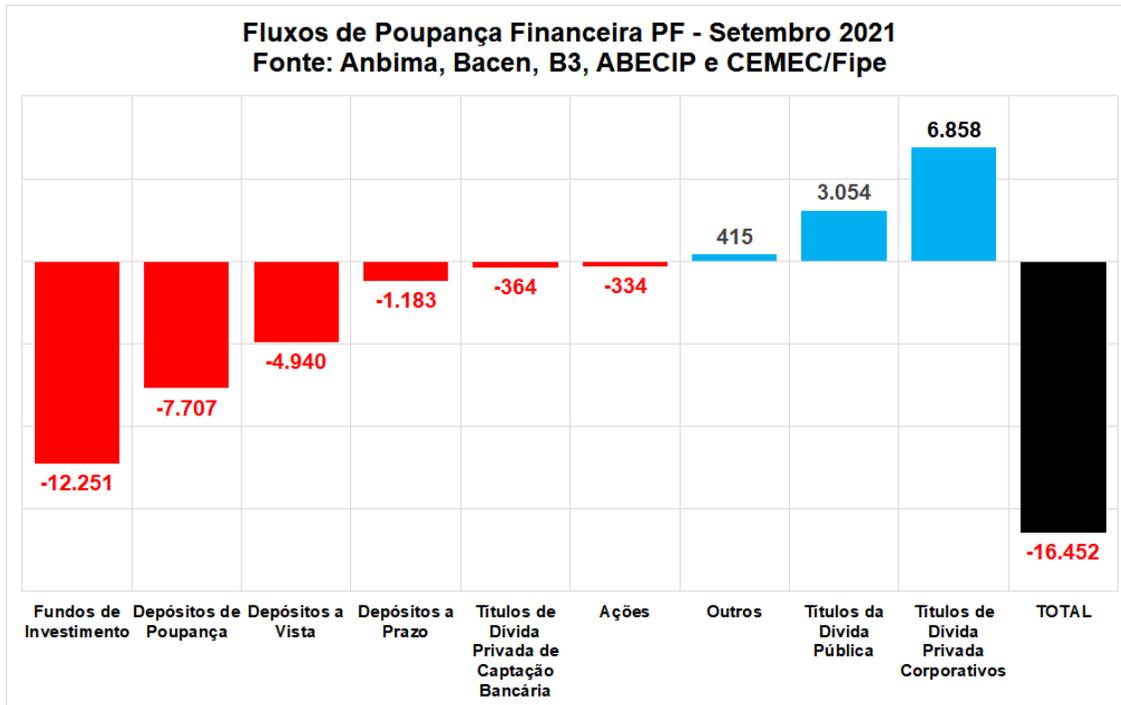
Como se verifica no Gráfico 1, depois da queda acentuada do segundo para o terceiro trimestre de 2021, o fluxo de poupança financeira das famílias dá um novo salto para R\$ 73,7 bilhões no último trimestre do ano. A queda observada no terceiro trimestre foi afetada pelo fluxo negativo de poupança no mês de setembro, como indicado no Gráfico 2.

Gráfico 1



Fonte: BACEN, CVM, B3, ANBIMA - Elaboração CEMEC Fipe.

Gráfico 2



Além da perda de força dos fatores circunstanciais e precaucionais em face das tendências favoráveis de controle da pandemia com o avanço da vacinação, a Nota CEMEC Fipe 11/2021 formulou a hipótese de que a queda observada em setembro seria um resultado da queda da renda real em face da forte aceleração da inflação de preços de itens básicos e inelásticos de consumo. Nesse contexto, uma parcela significativa das famílias estaria utilizando parte de sua poupança acumulada para complementar seus gastos nesses itens. A evolução dos depósitos de poupança mostrava que, em 2021, embora continuassem crescendo os depósitos de poupança das contas de saldo mais elevado, os saques da poupança concentravam-se exatamente

nas classes de saldo de menor valor, associadas a famílias de menor renda. Essa constatação era evidenciada também pela acentuada queda da renda bruta real estimada pelo BACEN, como se observa no Gráfico 3.

A evolução dos fluxos de poupança financeira no trimestre encerrado em novembro de 2021 indicava a continuidade do desempenho observado em setembro. Segundo o Gráfico 4, nesse período ocorre um fluxo líquido de poupança negativo, da ordem de R\$ 28,6 bilhões, movimento esse liderado pelo saque de depósitos de poupança, praticamente reproduzindo o movimento apurado em setembro.

Gráfico 3

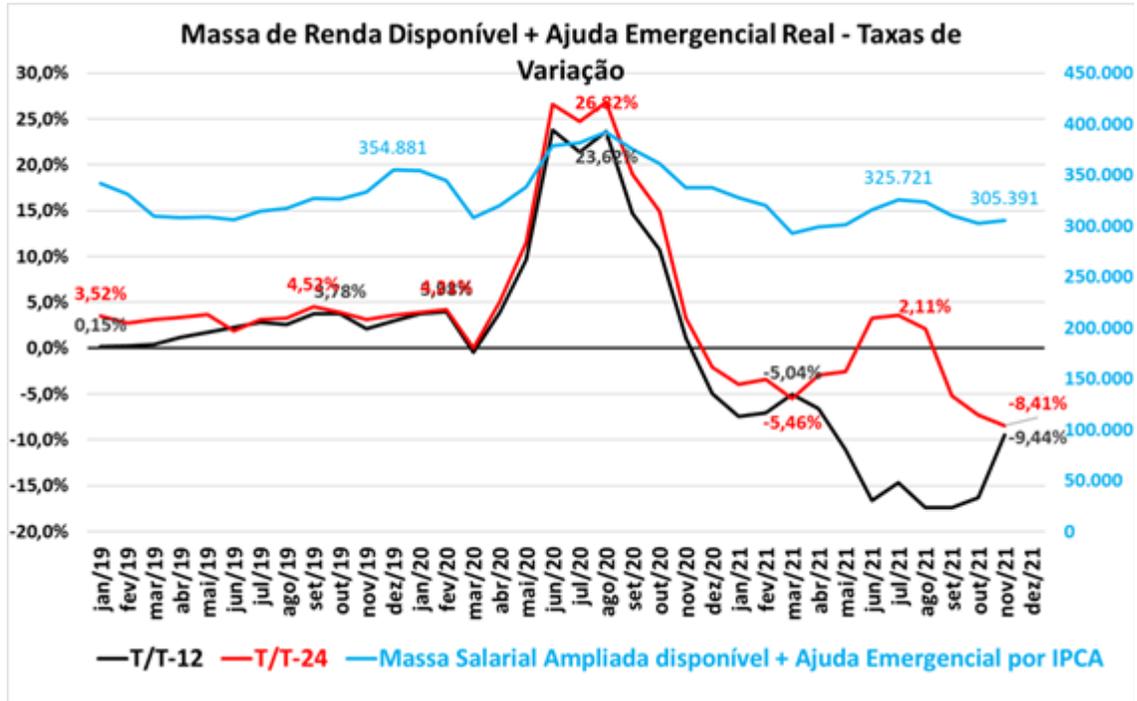
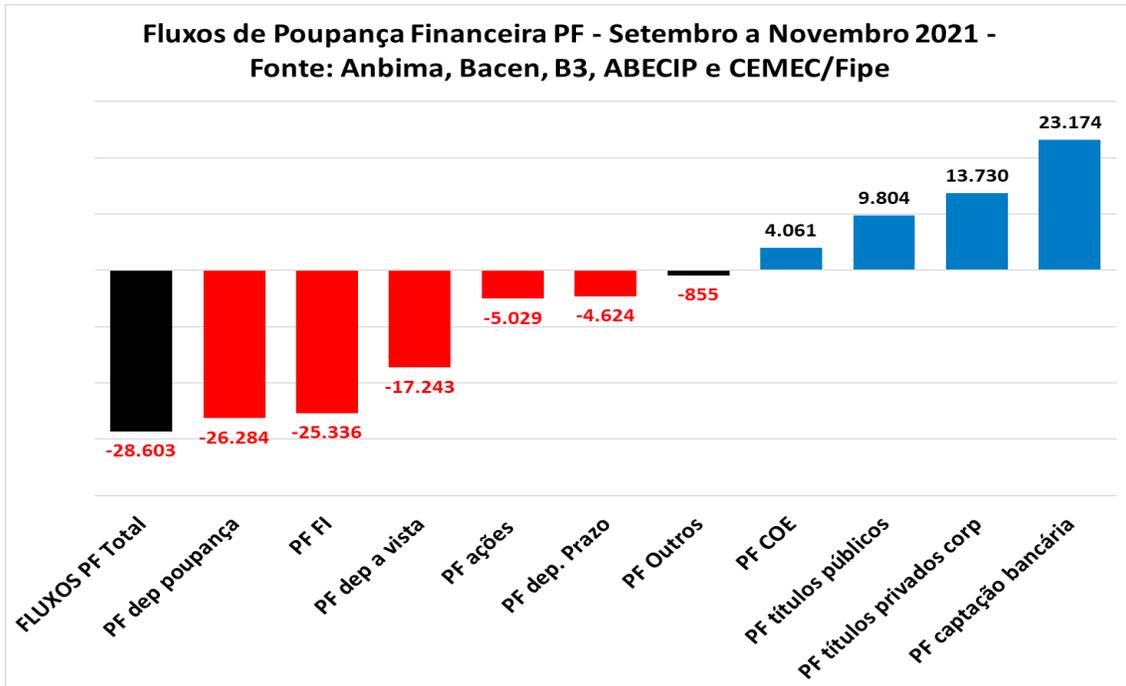


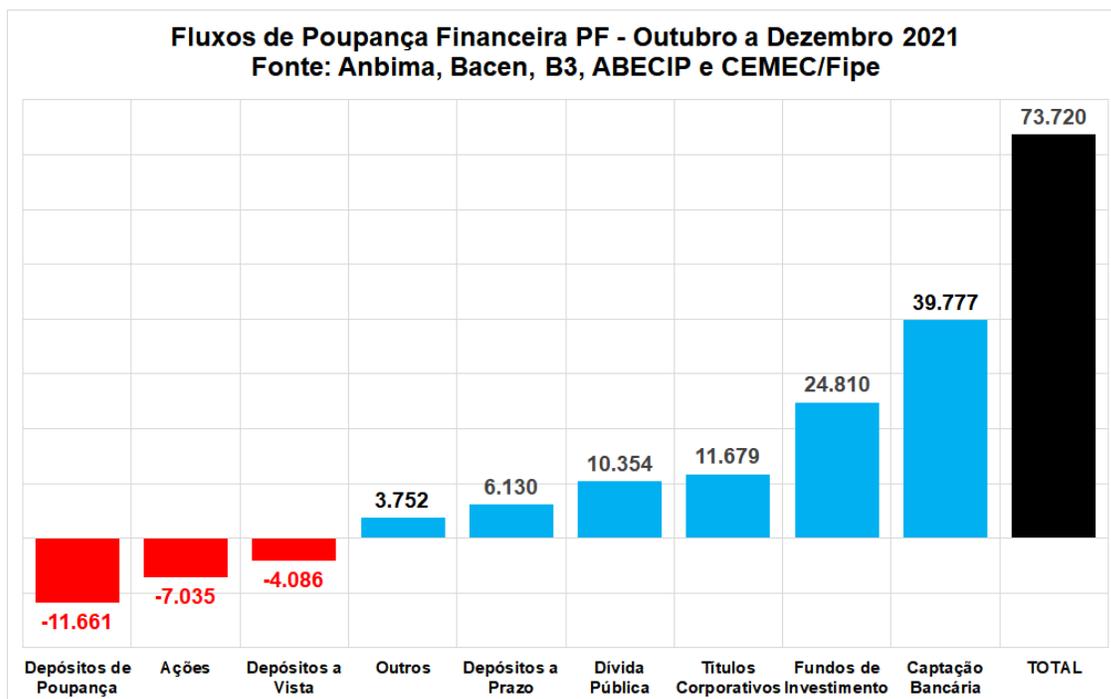
Gráfico 4



Entretanto, as estimativas do fluxo líquido de poupança das famílias no último trimestre de 2021 revelam uma forte reversão da tendência de queda, como se observa no Gráfico 5. Do valor negativo de R\$ 28,6

bilhões no trimestre encerrado em novembro, os resultados de dezembro foram suficientes para gerar um salto positivo de R\$ 73,7 bilhões no quarto trimestre de 2021.

Gráfico 5



4 Fatores da Retomada do Crescimento da Poupança Financeira das Famílias no Fim de 2021

Entre outros fatores, a realocação da carteira de aplicações financeiras das famílias provavelmente responde à rápida elevação das taxas de juros, como evidenciado pelo aumento das taxas básicas de juros, que iniciaram o ano a 2,00% a.a e atingiram 7,75% a.a. em dezembro, favorecendo as aplicações em renda fixa. Nesse contexto, é possível que um importante fator determinante do desinvestimento em depósitos de poupança, ações e depósitos à vista tenha sido a realocação de recursos em favor das demais alternativas de renda fixa que oferecem nesse período a expectativa de maior rentabilidade.

Entretanto, a continuidade de queda dos depósitos de poupança e depósitos à vista observada no Gráfico 5 pode indicar também a permanência do efeito da queda de renda real das famílias de menor renda, levando à destinação de parte dos seus recursos acumulados em depósitos de poupança para satisfazer necessidades básicas de consumo.

Os dados do FGC continuam indicando a concentração dos saques dos depósitos de poupança nas contas com saldos menores, em linha com o observado nos dados até o terceiro trimestre. Por exemplo, conforme a Tabela 1, a participação dos depósitos com saldos de até R\$ 20.000,00 (de 31,70% em 2020) tem forte queda para 13,06% em 2021, enquanto a participação das contas com saldos superiores a esse valor salta

de 68,3% para 86,94% nesse período. Note-se ainda que o maior crescimento de participação é observado nos depósitos com saldos superiores a R\$ 50.000,00, correlacionados com depositantes de maior nível de renda, de 53,30% para 71,37%.

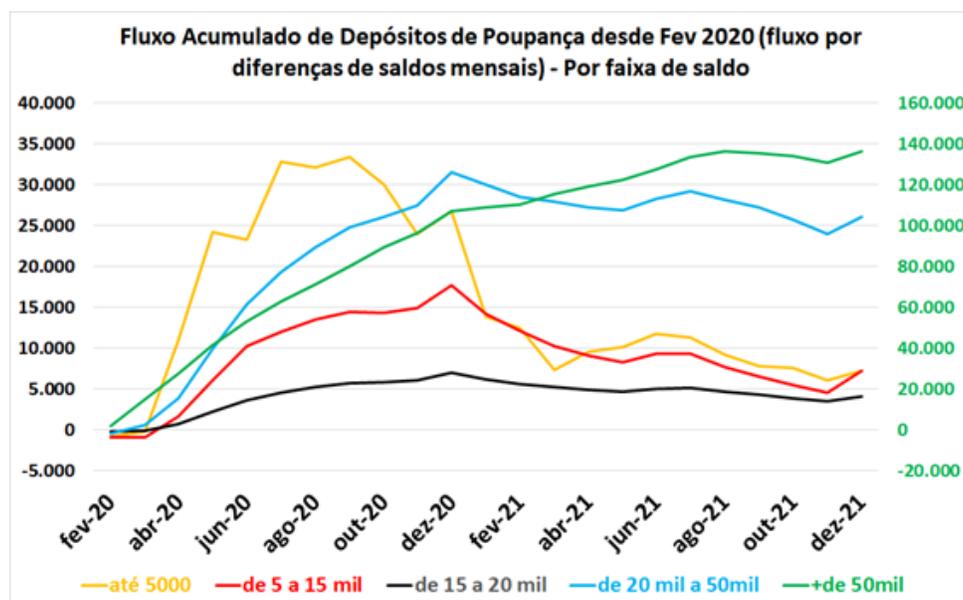
A evolução do fluxo acumulado dos depósitos de poupança por classe de valor do saldo das contas sugere a correlação de sua evolução com a renda dos depositantes. Como se observa no Gráfico 6, em 2020 o fluxo acumulado dos depósitos de poupança de todas as

classes de saldos é positivo, com exceção das contas com saldo inferior a R\$ 5.000,00 que começam a cair no último trimestre, período esse que já coincide com a aceleração da inflação e queda da renda real, como se vê no Gráfico 3. Em 2021, verifica-se acentuada mudança, período em que o único caso de continuidade de crescimento do fluxo acumulado de depósitos de poupança é o das classes de saldo superiores a R\$ 50.000,00, e a queda mais acentuada ocorre exatamente na classe de conta de menor saldo, inferior a R\$ 5.000,00.

Tabela 1 - Variação da Composição dos Depósitos de Poupança por Classe de Valor de Saldo

Faixas de saldo	Composição % 2020 fev. a dez.	Composição % 2021 jan. a dez.	Diferença p.p.
Até 5 mil	19,70%	5,41%	-14,29
De 5mil a 15 mil	8,60%	4,92%	-3,68
De 15mil a 20 mil	3,40%	2,72%	-0,68
Até 20 mil	31,70%	13,06%	-18,64
De 20 mil a 50 mil	15,00%	15,57%	0,57
+ de 50 mil	53,30%	71,37%	18,07
Mais de R\$ 20 mil	68,30%	86,94%	18,64
Total	100,00%	100,00%	0,00

Gráfico 6



Os dados do FGC reforçam a percepção de que os depósitos de poupança constituem o instrumento de poupança mais utilizado pela maioria da população brasileira. Conforme indicado na Tabela 2, o saldo médio das contas desses depósitos é o menor em relação a todos os demais ativos financeiros garantidos por esse fundo.

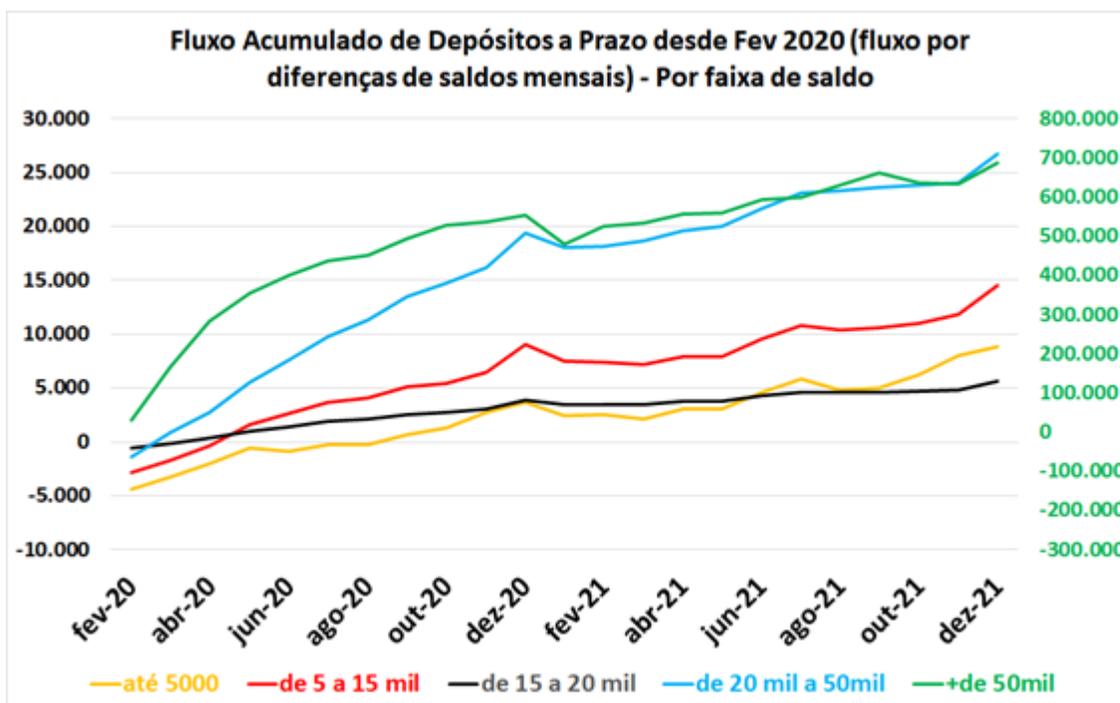
Admitindo a hipótese da existência de correlação positiva entre saldo médio mantido nesses ativos e a renda do depositante, é interessante verificar em que medida o comportamento diferenciado por classes de saldo é também observado em outros ativos. O Gráfico 7 resume a evolução do fluxo acumulado de poupança financeira destinada a depósitos a prazo.

Tabela 2 - Valor da Mediana e do Saldo Médio Mantido em Cada Ativo Financeiro Garantido pelo FGC

	Mediana de Valores	Valor
Depósitos de Poupança	50 a 100 mil	69.085
Depósitos à Vista	250 a 300 mil	273.727
Letras de Crédito Imobiliário - LCI	1 a 2 milhões	1.343.508
Letras de Crédito do Agronegócio - LCA	2 a 5 milhões	2.982.250
Depósitos a Prazo	10 a 20 milhões	13.673.402
Letras de Câmbio - LC	+ de 20 milhões	95.191.212

Fonte: FGC - Elaboração CEMEC Fipe.

Gráfico 7



Fonte: FGC - Elaboração CEMEC Fipe.

Salvo uma pequena variação negativa no início de 2021, o fluxo acumulado em depósitos a prazo de todas as classes de valor do saldo apresenta tendência positiva ao longo de 2021, tendência essa que se observa também nas classes de saldo de até R\$5.000,00 por conta. Portanto, no caso de depósitos a prazo não há indicações de desinvestimento de poupança financeira visando, por exemplo, complementação de recursos para cobrir despesas de consumo, como no caso dos depósitos de poupança. Chama a atenção também uma aceleração do crescimento do fluxo acumulado no final do ano.

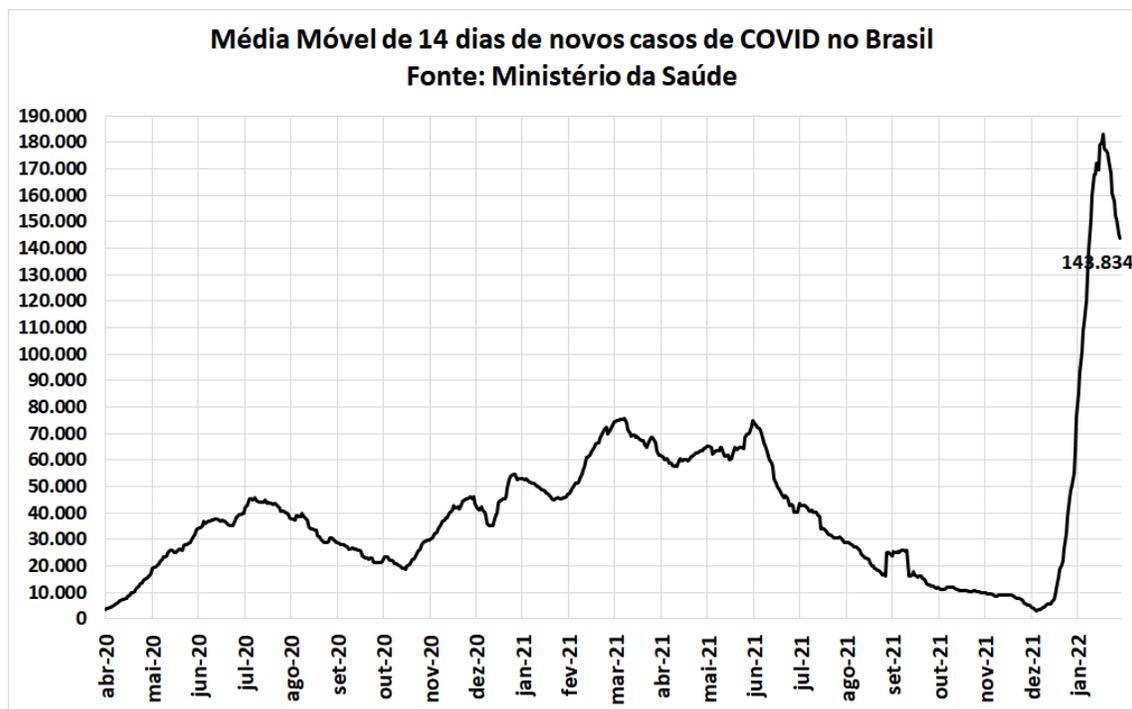
Entretanto, a magnitude da reversão do fluxo total de poupança financeira das famílias de valores negativos no trimestre encerrado em setembro para R\$ 73,7 bilhões no último trimestre provavelmente se deve a outros fatores. Embora a identificação desses fatores

exija uma pesquisa que excede o objetivo desta Nota, é possível levantar algumas hipóteses.

4.1 Fator Precaucional

Vários trabalhos que analisam o desempenho da poupança financeira das famílias a partir de 2020 no Brasil e em outros países têm destacado sua relação com a evolução da pandemia. No ciclo do agravamento da doença, admite-se que as famílias aumentem sua poupança pelo fator circunstancial, associado ao afastamento social e fechamento de lojas, e pelo fator precaucional, como reação ao aumento da incerteza dos efeitos negativos da pandemia sobre o emprego e a renda. Um indicador de tendências da pandemia é dado pelo número de novos casos de covid, cuja evolução é apresentada no Gráfico 8.

Gráfico 8

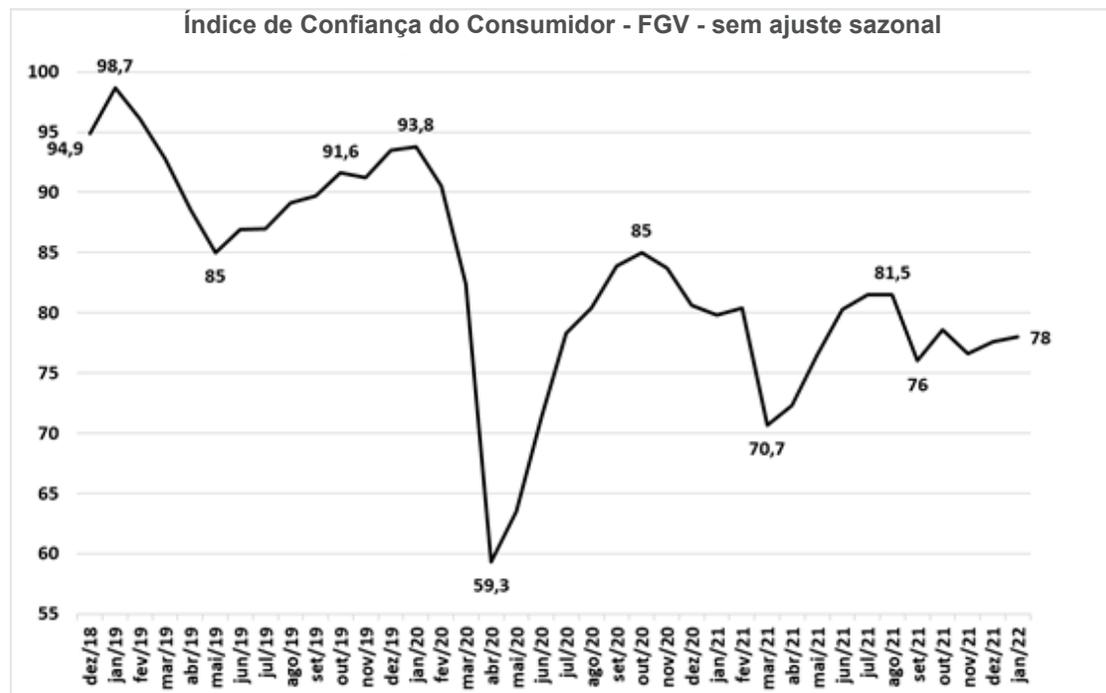


A evolução da poupança financeira das famílias apontada no Gráfico 1 mostra uma evidente correlação entre os ciclos de agravamento da pandemia e o aumento da poupança financeira das famílias, o contrário ocorrendo nos ciclos de redução de casos e relaxamento nas práticas de afastamento social. Desde meados de 2021, observa-se uma clara tendência de queda de novos casos, período em que se observa redução da poupança financeira até atingir valores em setembro e até novembro de 2021, como evidenciado no Gráfico 4. Entretanto, o índice de novos casos continua em queda até dezembro, quando ocorre aumento significativo da poupança. Uma hipótese é de que a rápida difusão da variedade ômicron do coronavírus

no resto do mundo tenha gerado um salto nas expectativas de agravamento da pandemia no país, induzindo um forte aumento da poupança financeira por razões precaucionais.

Outro elemento que pode eventualmente reforçar o efeito precaucional pode ser representado pelo índice de confiança do consumidor, que combina uma avaliação da situação presente e de suas expectativas. O Gráfico 9 aponta queda dos índices a partir de meados de 2020, mas com maior intensidade até setembro, não indicando correlação com o salto de poupança financeira ocorrido mais para o fim do ano.

Gráfico 9



4.2 Migração da Poupança em Ativos Reais para Poupança Financeira

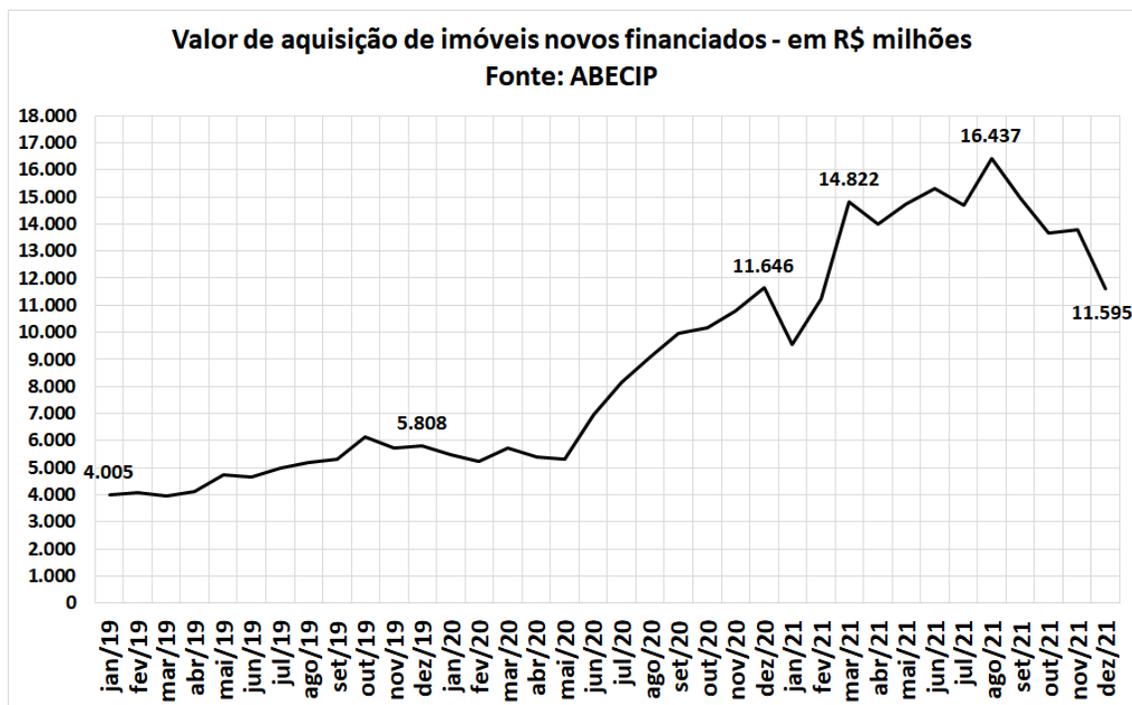
Outra hipótese que pode apontar um fator adicional na explicação do salto de poupança financeira no fim do ano está relacionada ao aumento da taxa de juros simultaneamente ao aumento dos preços dos imóveis

novos. Interessante trabalho do BACEN² mostra a importância da parcela da poupança das famílias destinada a imóveis, que atinge cerca de 70% da poupança total nas famílias com renda disponível *per capita* de até 1,5 salários mínimos e representa 35% no caso das famílias com mais de 6 salários mínimos de renda disponível *per capita*. O aumento da taxa de

juros do financiamento imobiliário e da remuneração das aplicações em renda fixa pode ter induzido o deslocamento dos recursos que seriam destinados à compra de imóveis para aplicações em ativos financeiros.

Como se vê no Gráfico 10, o valor de novos imóveis financiados, que representa uma parcela do valor dos novos imóveis vendidos, apresenta queda considerável a partir de setembro, intensificada no final do ano.

Gráfico 10



4.3 Migração da Poupança de Brasileiros no Exterior para o Mercado Doméstico

Nos últimos anos tem aumentado consideravelmente o fluxo de poupança financeira de brasileiros destinada a investimentos em carteira no exterior. Entretanto, dados recentes desses fluxos mostram uma reversão, com o início de um movimento de repatriação de recursos no último trimestre de 2021, que resulta no aumento do fluxo de poupança financeira em ativos domésticos.

A Tabela 3 mostra esse movimento. Depois de um forte aumento dos investimentos externos nos primeiros três trimestres do ano, que atingem US\$ 15.247 milhões – volume quase 50% superior ao observado no mesmo período de 2020 – os números mostram variação negativa no último trimestre. O impacto dessa reversão sobre o fluxo de poupança financeira doméstica pode ser maior que o valor repatriado, na hipótese de se considerar também o redirecionamento do fluxo de poupança que deixou de ser remetido ao exterior e que agora tenha sido destinado à aplicação de ativos financeiros no mercado doméstico.

Tabela 3 - Fluxo de Investimentos em Carteira de Brasileiros no Exterior

Ano	Trimestre	US\$ milhões	R\$ milhões	R\$ milhões acumulado
2020	I	2.449	11.056	11.056
	II	2.696	14.679	25.735
	III	4.049	21.920	47.655
	IV	1.808	9.641	57.297
2021	I	5.527	30.994	88.290
	II	8.305	43.317	131.607
	III	5.174	26.650	158.257
	IV	-3.663	-20.619	137.638

Fonte: BACEN.

5 Conclusão

Podem ser formuladas várias hipóteses quanto aos fatores que explicam o aumento da poupança financeira das famílias no quarto trimestre de 2021, revertendo a tendência de queda observada entre setembro e novembro. Como indicado em nota anterior do CEMEC Fipe³, estava alinhada com a redução do peso dos fatores circunstanciais e precaucionais decorrentes do relaxamento das medidas de afastamento social com a queda de novos casos da COVID-19 e a constatação da queda do saldo dos depósitos de poupança em face da acentuada redução da renda real, especialmente dos segmentos de menor nível de renda.

A análise de evolução dos saldos de depósitos de poupança até dezembro de 2021 mostra a continuidade do padrão observado ao longo de 2021, em que somente as contas com saldos mais elevados mantiveram a tendência de aumento, sinalizando um efeito provável da queda

de renda real no período, especialmente nos segmentos de menor renda. Esse mesmo padrão não foi observado no caso de depósitos a prazo, que apresenta variação positiva no final do ano, inclusive nas classes de saldo de menor valor.

Nesse contexto, foram formuladas algumas hipóteses sobre os fatores que explicariam o saldo positivo da poupança financeira no final do ano:

- a) **Fator precaucional:** não obstante os indicadores de novos casos de COVID-19 tenham mantido tendência negativa até dezembro, a hipótese é de que a expectativa da chegada da variante ômicron com elevado poder de contágio em todo o mundo, que se confirmou a partir de janeiro, tenha gerado uma ação precaucional de aumento da poupança financeira;
- b) **Migração da poupança em ativos reais para poupança financeira:** a queda de vendas de imóveis novos como resultado da

elevação dos custos da construção e do financiamento teria deslocado parte dos recursos antes destinados a aplicações em ativos reais para ativos financeiros, migração essa reforçada também pelo aumento da rentabilidade das aplicações em renda fixa;

- c) **Migração da poupança de brasileiros no exterior para o mercado doméstico:** no último trimestre de 2021, verifica-se a repatriação de US\$ 1.660 milhões (cerca de R\$ 9.300 milhões) de recursos de investimento mantidos em carteira de brasileiros no exterior, revertendo fortes fluxos positivos de investimentos desde o início de 2020, que somaram US\$ 27.278 milhões ou cerca de R\$ 141.845 milhões até setembro de 2021.

A utilização desses fatores para fins da realização de projeções do fluxo de poupança financeira das famílias em 2022 e principalmente quanto aos seus efeitos potenciais sobre a demanda de consumo tem

elevado grau de incerteza. Trata-se de uma questão relevante, levando em conta a existência de um volume de poupança financeira acumulada de R\$ 575 bilhões, que representa cerca de 11% do consumo total das famílias no ano terminado no terceiro trimestre de 2021. Mesmo a utilização de uma parcela modesta desse valor pode gerar grande impacto na demanda e no PIB.

Para a formulação de cenários, parecem ser mais relevantes as hipóteses relativas à evolução da pandemia principal condicionante do retorno à “vida normal” sem as incertezas e restrições impostas pela COVID-19. A concretização das expectativas mais positivas de controle da pandemia nos próximos trimestres aumenta a probabilidade da retomada da tendência

de queda do fluxo de poupança financeira que já havia ocorrido entre setembro de novembro de 2021, com impacto positivo sobre a demanda de consumo.

1 As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais ou da FIPE. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação. A publicação foi produzida com as informações existentes em janeiro de 2022.

2 Taxa de poupança das famílias: uma análise para Brasil e regiões. Estudo Especial nº 107/2021 – Divulgado originalmente como boxe do Boletim Regional (maio/2021).

3 Nota CEMEC Fipe 11/2021: Tendência de queda da poupança financeira das famílias – novembro de 2021.

() Equipe Técnica - Coordenador: Carlos Antonio Rocca; Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.; Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli; Estagiários: Taciano Karam Siqueira Nasr e Guilherme Casaca Valdivia. Dúvidas e comentários: cemec@fipe.org.br.*

pesquisa na fea – Economia



Migração e Mudança de Cultura Agrícola: Evidência do Brasil Usando um Modelo de Equilíbrio Espacial

GABRIEL FACUNDES MONTEIRO

Dissertação de Mestrado

Orientadora: Paula Carvalho Pereda

Banca: Ariaster Baumgratz Chimeli, Juliano Junqueira Assunção, Eduardo Amaral Haddad, Jacqueline Maria de Oliveira

Link: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12138/tde-19012022-184059/pt-br.php>

Resumo

As previsões de mudanças climáticas para o Brasil apontam para mudanças de temperatura consideráveis e espacialmente heterogêneas. É provável que isso estimule migração e mudanças espaciais nos padrões de cultivo. Desenvolvemos, então, um modelo estimável único que integra migração e adaptação agrícola como respostas às mudanças climáticas. Nosso modelo considera que a escolha da localização dos trabalhadores é impactada pelas mudanças climáticas por meio de três canais: um canal direto de valor-amenidade, bem como os canais indiretos de salários agrícolas e de custos de habitação. Os impactos dos canais indiretos são afetados pela forma como os agricultores se adaptam ao novo clima. Nossas simulações preveem um aumento de até 18,25% nas taxas de migração em nível de microrregião, com quase nenhum efeito de mudanças de culturas agrícolas. Por outro lado, a adaptação agrícola tem impactos importantes no emprego na agricultura. Prevê-se que a macror-

região Sul terá um aumento na porção de emprego da agricultura quando os agricultores mudam os padrões de cultivo, o que inclui uma redução na área agrícola dedicada à produção de milho e um aumento na área dedicada ao café na região. Nossos resultados ajudam a identificar as populações mais vulneráveis às mudanças climáticas, assim como as regiões de onde pode vir a maior parte dos ganhos com a adaptação agrícola.

Experimentos no Escritório: Uma História da Microeconometria e Avaliação de Programas em Princeton

ARTHUR BRACKMANN NETTO

Tese de Doutorado

Orientador: Pedro Garcia Duarte

Banca: Orley Clark Ashenfelter, Marcel Boumans, Kevin Douglas Hoover

Link: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12140/tde-10012022-122433/pt-br.php>

Resumo

Esta tese tem a intenção de se somar aos esforços recentes de economistas e historiadores em contar a história da microeconometria. Isso acontece por meio de uma narrativa que conecta a ascensão da avaliação de programas no governo dos Estados Unidos e na Universidade Princeton. Começando com o fato de que a maioria dos economistas não tem nenhum controle sobre o processo de geração dos dados utilizados em suas análises aplicadas, o argumento se desenrola para destacar o papel dos economistas como observadores passivos. A análise se desenvolve destacando como esse conceito resume a responsabilidade da econometria por dados não experimentais. A tese narra como, desde a década de 1950, os economistas sabem que não podem intervir nos dados que analisam e devem estar preparados para lidar com qualquer problema inerente à coleta externa de dados. Usando métodos bibliométricos e fontes secundárias, a tese argumenta que a microeconometria emergiu da mudança de compreensão das observações passivas como simultaneidade para as observações passivas como variáveis omitidas. Este argumento holístico é contrastado com uma micro-história das instituições governamentais dos EUA para avaliação de programas e da Seção de Relações Industriais de Princeton. Assim, conta como, na década de 1970, a pobreza estava aumentando nos Estados Unidos e os economistas estavam mais preocupados com ela do que com o aspecto teórico e filosófico das observações passivas. Nas organizações do governo dos Estados Unidos, a avaliação do programa passou de um tema qualitativo nas ciências sociais para um problema quantitativo dentro da economia. A tese segue de perto esse desenvolvimento usando metodologias de processamento de lingua-

economia & história



Abertura dos Portos, Janeiro de 1808: Rumo à Independência do Brasil

JOSÉ FLÁVIO MOTTA (*)

Um das efemérides a marcar o ano de 2022 será o bicentenário de nossa independência política. Evidentemente, os acontecimentos que tiveram lugar no Brasil de inícios da terceira década do século XIX inseriram-se num complexo processo histórico ao qual se vinculou a paulatina superação de nossa situação colonial. Nossos olhos, neste pequeno artigo, voltam-se para um episódio anterior, de janeiro de 1808, igualmente integrante do mesmo processo. Em Carta Régia datada aos 28 dias daquele mês, da qual transcrevemos alguns trechos a seguir,¹ o príncipe regente D. João abriu os portos do Brasil ao comércio direto estrangeiro, com exceção dos gêneros estancados:²

[...] sou servido ordenar interina, e provisoriamente, enquanto não consolido um sistema geral que efetivamente regule semelhantes matérias, o seguinte. Primo: que sejam admissíveis nas alfândegas do Brasil, todos, e quaisquer gêneros, fazendas e mercadorias transportados, ou em navios estrangeiros das potências, que se conservam em paz, e harmonia com a minha Real Coroa, ou em navios dos meus vassallos [...]. Segundo: que não só os meus vassallos, mas também os sobreditos estrangeiros, possam exportar para os portos, que bem lhes parecer a benefício do comércio, e agricultura, que tanto desejo promover, todos, e quaisquer gêneros, e produções coloniais, à exceção do pau brasil, ou outros notoriamente

estancados, [...] ficando entretanto como em suspenso, e sem vigor, todas as leis, Cartas Régias, ou outras ordens, que até aqui proibiam neste Estado do Brasil o recíproco comércio, e navegação, entre os meus vassallos, e estrangeiros. [...] Escrita na Bahia aos vinte e oito de janeiro de 1808. (Carta de Abertura dos Portos, 1808)

Uma década mais tarde, José da Silva Lisboa, que anos depois seria agraciado por D. Pedro I com o título de Visconde de Cairu, publicou uma *Memória dos benefícios políticos do governo de El-Rey Nosso Senhor D. João VI*, na qual identificou o que para ele era o atributo por excelência da Carta Régia de 1808: “A vinda do Senhor D. João à

Bahia marca uma grande era nos anais da civilização pela suspensão do sistema colonial". (LISBOA, 1818, p. 66, destaque no original).³ Escreveu ainda o futuro Visconde:

Abrindo os portos, sem reserva de artigos comerciais estrangeiros, estabeleceu a correspondência direta das Nações, economizando tempo, trabalho, dispêndio, e riscos em derrotas falsas, circuitos forçados, rumos avessos, tratos clandestinos, de que era composto o Sistema Colonial, em pura perda da humanidade inconsiderável (*sic!*) vantagem da Metrópole, e triste desanimação das Colônias. Assim todas as classes de habitantes do Brasil se habilitarão a ver e desfrutar os bens da natureza, e arte de todos os Estados, nos seus diferentes graus de civilização, a fim de exuberante suprimento do povo, e perene estímulo da geral indústria. (LISBOA, 1818, p. 70)

Dessa forma, cerca de três lustros antes do comemorado setembro de 1822, ter-se-ia de fato posto em cheque o estatuto colonial; aí a importância da medida de janeiro de 1808. Ilustres estudiosos de nosso passado salientaram a relevância da abertura dos portos, apontando também a sua necessidade, condicionada pelas circunstâncias então vigentes, manifestas na transferência da Corte portuguesa para o Brasil, tendo em vista a invasão de Portugal pelas forças de Napoleão Bonaparte.⁴ Caio Prado Júnior, por exemplo, em sua *História econômica*

do Brasil, obra publicada originalmente em 1945, escreveu:

Destruía-se assim, de um golpe, a base essencial em que assentava o domínio colonial português. Medida de tamanho alcance, tomada assim de afogadilho, explica-se pelas circunstâncias do momento, pois o comércio português ultramarino achava-se virtualmente interrompido pela ocupação inimiga do território metropolitano; e a menos de isolar completamente o Brasil do mundo exterior, não havia senão franqueá-lo ao comércio e à navegação de outros países. A medida foi aliás tomada em caráter provisório (o texto do decreto o declara expressamente); e isto já mostra que não foi ditada por nenhuma alta consideração política ou por uma nova orientação imprimida deliberadamente aos negócios coloniais, mas por simples contingências imperiosas do momento. Manter-se-á em vigor mesmo depois que os exércitos napoleônicos são definitivamente expulsos do território português (1809); mas isto é porque já não era mais possível voltar atrás. (PRADO JÚNIOR, 2008, p. 127)

Essa necessidade posta pelas circunstâncias foi igualmente registrada por Celso Furtado, em sua *Formação econômica do Brasil*, cuja primeira edição datou de 1959:

Ocupado o reino português pelas tropas francesas, desapareceu o entreposto que representava Lis-

boa para o comércio da colônia, tornando-se indispensável o contato direto com os mercados ainda acessíveis. A "abertura dos portos", decretada ainda em 1808, resultava de uma imposição dos acontecimentos. (FURTADO, 2009, p. 156)

E Fernando Antônio Novais, em texto publicado em 1971, engrossa o conjunto de autores aqui indicados, fazendo referência à mesma *Memória*, de José da Silva Lisboa, por nós citada neste artigo:

A abertura dos portos, para logo promulgada (Carta Régia de 28/1/1808), ainda que em função das circunstâncias de momento, significava a "suspensão do Sistema Colonial", como notou o seu inspirador José da Silva Lisboa; tornou-se por isso irreversível, e está na raiz das tensões de toda ordem que se desencadeiam na Metrópole e na Colônia a partir de então. (NOVAIS, 2005, p. 105)

Esse entendimento, compartilhado pelos luminares de nossa historiografia acima mencionados, é também reafirmado por estudiosos mais recentes. Exemplo disto encontramos em uma coletânea publicada em 2007 sob o título *A Abertura dos Portos*. Um dos participantes dessa coletânea, José Luís Cardoso, apontou uma vez mais a importância da medida de janeiro de 1808 no que respeita à superação do sistema colonial:

[...] ao impor uma quebra na situação de exclusivo e, por conseguinte, das vantagens que a metrópole detinha na balança comercial com a sua mais importante colônia, a Abertura dos Portos brasileiros aos navios e negociantes britânicos [...] consolida um movimento irreversível de transição de um sistema de comércio internacional protegido pelo regime de pacto colonial para um sistema de comércio livre sem exclusivos. (CARDOSO, 2007, p. 182)

Identificamos, portanto, a partir do conjunto de autores e citações até aqui trazidos para nosso texto, a ênfase posta em dois elementos basilares: o primeiro deles, a atribuição de grande importância à medida estabelecida pela Carta Régia de 28 de janeiro de 1808; o segundo, a também atribuição de relevância inequívoca ao papel desempenhado pelas circunstâncias, na medida em que elas tornaram inevitável a adoção daquela medida.

Nosso objetivo aqui é tecer algumas considerações acerca desses dois elementos basilares. De fato, há estudiosos preocupados em evitar o que poderia talvez ser caracterizado como uma leitura pouco cuidadosa das interpretações mais tradicionais, leitura esta conducente a uma eventual superestimação das circunstâncias.⁵ Ilustra essa preocupação a análise realizada por Jorge Pedreira e Fernando Dores Costa em livro cujo tema é D. João VI. Eles ponderaram

que, não obstante a invasão de Portugal e a transferência da Corte portuguesa para o Brasil exigissem sem dúvida alguma reação, haveria alternativas àquela que significou, para reiterar a expressão de José da Silva Lisboa, efetiva *suspensão do sistema colonial*. Nas palavras dos autores:

Quanto a tratar-se de uma fatalidade, isto é, de uma resposta a uma situação que não admitia outra opção, a verdade é que, se é certo que era impossível não adotar disposições que permitissem alguma comunicação com o estrangeiro, tanto para escoar as produções coloniais como para garantir o abastecimento de artigos essenciais de importação, não era forçoso que tais disposições tivessem a mesma extensão da que foi aprovada pela carta régia. Teria sido possível explorar algumas alternativas, como a criação de um porto franco nos Açores, [...] ou, pelo menos, impor formas de condicionamento ou de limitação das relações comerciais diretas com o estrangeiro. (PEDREIRA; COSTA, 2008, p. 208)

Ainda de acordo com Pedreira e Costa (2008, p. 209), seria possível explicar a amplitude (ou a “extensão”, termo que eles próprios utilizaram) característica da providência adotada em 28 de janeiro de 1808. Para tanto, tratar-se-ia de perfilhar o entendimento de que a abertura dos portos “[...] marca o início de uma ação política que se concebe já brasileira, isto é, que

consulta acima de tudo os interesses brasileiros.”

Em verdade, esses interesses “brasileiros”, seja de indivíduos nascidos de fato na Colônia, seja de reinóis que se deslocaram para o Brasil e aqui criaram raízes e desenvolveram seus negócios, encontram inequívoca ilustração, por exemplo, nos escritos do desembargador João Rodrigues de Brito. Em detalhado diagnóstico redigido em 1807, em resposta a um ofício do Conde da Ponte solicitando parecer da Câmara de Salvador sobre a situação da agricultura e do comércio naquela cidade, o desembargador delineou contundente crítica às políticas metropolitanas de recorte mercantilista, por ele responsabilizadas pela falta de liberdade a tolher as atividades dos lavradores e comerciantes coloniais.⁶ Tal crítica viu-se acompanhada do elogio rasgado e da recorrente defesa da adoção das práticas concorrenciais. Cabe reproduzirmos o comentário feito por Mircea Buescu (1970, p. 235), para quem Rodrigues de Brito escreveu, de fato, “*um libelo contra o colonialismo*”:

A sua oposição, em nome do liberalismo, aos entraves, impostos, controles, limitações e proibições, é a revolta disfarçada contra a política colonial. As liberdades que ele pleiteia, em nome da nova doutrina, implicam o abandono dos próprios fundamentos do colonia-

lismo, sobretudo nos seus moldes mercantilistas.

As circunstâncias, por assim dizer, empurraram o pêndulo para o lado desses interesses “brasileiros”. Vale dizer, um processo histórico que vinha avançando, quiçá inexoravelmente, no sentido da superação do estatuto colonial viu-se alavancado pelas circunstâncias então vivenciadas. Haveríamos de concordar, por conseguinte, com Maria Odila Leite da Silva Dias, na forma como essa historiadora identificou um processo secular do qual resultou a interiorização da metrópole, o “*enraizamento da metrópole na colônia*”:

A sociedade que se formara no correr de três séculos de colonização não tinha alternativa ao findar do século dezoito senão transformar-se em metrópole, a fim de manter a continuidade de sua estrutura política, administrativa, econômica e social. Foi o que os acontecimentos europeus, a pressão inglesa e a vinda da Corte tornaram possível. (DIAS, 2005, p. 19)

Esse clássico artigo de Maria Odila Dias foi publicado originalmente em 1972. E a citação por nós selecionada evidencia uma variável adicional, de suma importância e por conta disso invariavelmente lembrada pela historiografia, que convém igualmente trazer para nosso texto. Trata-se dos interesses da Inglaterra, se não a principal, decerto entre as principais

nações protagonistas do processo e das circunstâncias por nós aqui discutidos.

E essa variável permite-nos levantar outra ordem de considerações acerca da relevância da abertura dos portos. Faremos isso recorrendo à precisa caracterização feita por José Jobson de Andrade Arruda, que abriu seu instigante volume dedicado à análise do período 1800-1808 com o parágrafo a seguir transcrito:

A abertura dos portos brasileiros, decretada pela Carta Régia de 28 de janeiro de 1808, bem como os eventos anteriores e posteriores que a envolvem; a dramática transferência da Corte portuguesa, em 1807, e os Tratados Comerciais, de 1810, são partes inarredáveis de um mesmo processo em que a Metrópole portuguesa e a Colônia brasileira são figurantes rendidos, em que o *locus* de poder decisório, das determinações históricas essenciais situa-se fora da Colônia e para além dos limites do próprio Império português, pois se aloja no *Foreign Office*, no coração político do Império britânico. (ARRUDA, 2008, p. 13)⁷

Não obstante a relevância do papel desempenhado pelos interesses da Inglaterra, importa-nos tão-somente salientar aqui um aspecto específico do estudo de Arruda, de especial interesse para nossa discussão sobre a medida implementada em janeiro de 1808. O autor,

na introdução de seu texto, explicitou a sugestão de que a Carta Régia assinada pelo príncipe D. João teria significado apenas, por assim dizer, a aplicação de uma demão de formalidade sobre uma situação efetiva já vigente há alguns anos:

Em decorrência, antes mesmo da abertura oficial dos portos brasileiros [...], uma espécie de abertura informal, efetiva, cumpriu-se, fruto da ação devastadora dos contrabandistas, a tal ponto que duas datas são referenciais simbólicos para a abertura dos portos brasileiros: 1800 e 1808. A primeira, porque demarca o arranque incontrolável da operação contrabando estimulada pelos ingleses; a segunda, porque a transferência da Corte, sob o acicate da explosiva conjuntura internacional, obriga à oficialização da abertura dos portos brasileiros, agora uma colônia entre dois Impérios. (ARRUDA, 2008, p. 15-16)

O autor em tela, ademais, empreendeu um esforço de quantificação desse contrabando, e o resultado desse esforço permitiu-lhe corroborar a sugestão avançada: “[...] de fato o contrabando foi a principal arma utilizada pelas nações concorrentes de Portugal, mas principalmente pelos britânicos, no sentido de forçar a abertura efetiva dos portos, antes de formalizá-la em 1808” (ARRUDA, 2008, p. 118).⁸

Contemplamos, portanto, neste artigo, duas perspectivas de análise, certamente não exaustivas, de

um complexo processo histórico. Em ambas, as circunstâncias têm seu papel reconhecido como condicionantes importantes daquele processo. Uma delas enfatizou o descolamento entre, de um lado, interesses enraizados na colônia brasileira e, de outro, interesses metropolitanos tradicionalmente vinculados ao funcionamento do sistema colonial mercantilista. Como resultado desse descolamento, tais conjuntos de interesses posicionaram-se em rota de colisão, tornando afinal impossível a manutenção do estatuto colonial. A outra perspectiva de certa forma aprofundou aquele embate *Metrópole versus Colônia*, e o apreendeu com o foco num contexto mais amplo, emprestando o protagonismo maior a interesses de terceiros, em especial da Inglaterra.

Desnecessário salientar que tais enfoques não precisam nem devem ser entendidos como excludentes. Adicionalmente, atribuindo o destaque devido às circunstâncias, sem superestimá-las, ambas as perspectivas contribuem no sentido de evidenciar que a importância da abertura dos portos ultrapassa a discussão da efetividade em si da Carta Régia. De fato, tal discussão interessa na medida em que esclarece as distintas facetas de um processo histórico que teria importante desenvolvimento na concretização da emancipação política do Brasil. Processo, contudo,

que igualmente não se esgotaria no episódio da independência, mas sim se desdobraria, ao longo do Oitocentos e além, em suas variadas possibilidades, em meio à formação da nação brasileira.

Fontes e Referências

ARRUDA, José Jobson de Andrade. **Uma colônia entre dois impérios: a abertura dos portos brasileiros, 1800-1808**. Bauru, SP: Cátedra Jaime Cortesão; EDUSC, 2008.

BRITO, João Rodrigues de et alii. **Cartas econômico-políticas sobre a agricultura e comércio da Bahia**. Lisboa: Imprensa Nacional, 1821 (reeditadas pelo Governo do Estado da Bahia no ano de 1924).

BUESCU, Mircea. Rodrigues de Brito: um libelo contra o colonialismo. In: BUESCU, Mircea. **História econômica do Brasil: pesquisas e análises**. Rio de Janeiro: APEC, 1970, p. 230-238.

CARDOSO, José Luís. A transferência da Corte e a Abertura dos Portos: Portugal e Brasil entre a ilustração e o liberalismo econômico. In: OLIVEIRA, Luís Valente de; RICUPERO, Rubens (orgs.) **A abertura dos portos**. São Paulo: Editora Senac São Paulo, 2007, p. 166-195.

Carta de Abertura dos Portos, 1808. Biblioteca digital Luso-Brasileira. Disponível em: <https://bdlb.bn.gov.br/acervo/handle/20.500.12156.3/31633>.

Collecção das Leis do Brazil de 1808. Parte I. Cartas de Lei, Alvarás, Decretos e Cartas Régias. Rio de Janeiro: Imprensa Nacional, 1891, p. 1-2. Disponível em: <https://bd.camara.leg.br/bd/handle/bdcamara/18319>.

DIAS, Maria Odila Leite da Silva. A interiorização da metrópole. In: DIAS, Maria Odila Leite da Silva. **A interiorização da**

metrópole e outros estudos. São Paulo: Alameda, 2005.

FURTADO, Celso. **Formação econômica do Brasil**. Edição comemorativa: 50 anos. São Paulo: Companhia das Letras, 2009.

LISBOA, José da Silva. **Memória dos benefícios políticos do governo de El-Rey Nosso Senhor D. João VI**. Rio de Janeiro: Imprensa Régia, 1818. Disponível em: <https://digital.bbm.usp.br/handle/bbm/4232>.

MANCHESTER, Alan K. **Preeminência inglesa no Brasil**. São Paulo: Brasiliense, 1973.

MATTOS, Renato de. **Política e negócios em São Paulo: da abertura dos portos à Independência (1808-1822)**. Tese (Doutorado em História). São Paulo: FFLCH/USP, 2015.

_____. Versões e interpretações: revisitando a historiografia sobre a abertura dos portos brasileiros (1808). **HiSTOReLo – Revista de Historia Regional y Local**, Medellín, v. 9, n. 17, p. 471-506, Enero-junio 2017.

NOVAIS, Fernando Antônio. **Portugal e Brasil na crise do antigo sistema colonial (1777-1808)**. São Paulo: Hucitec, 1979.

_____. Notas para o estudo do Brasil no comércio internacional do fim do século XVIII e início do século XIX (1796-1808). In: _____. **Aproximações: ensaios de história e historiografia**. São Paulo: Cosac Naify, 2005, p. 105-126.

PANTALEÃO, Olga. A presença inglesa no Brasil. In: HOLANDA, Sérgio Buarque de (org.). **História geral da civilização brasileira**. 6ª ed. São Paulo: DIFEL, 1985, v. 3, p. 64-99.

PEDREIRA, Jorge; COSTA, Fernando Dorés. **D. João VI: um príncipe entre dois continentes**. São Paulo: Companhia das Letras, 2008.

PRADO JÚNIOR, Caio. **História econômica do Brasil**. 48ª reimpr. da 1ª ed. de 1945. São Paulo: Brasiliense, 2008.

____. **Formação do Brasil Contemporâneo: colônia.** Entrevista - Fernando Novais; posfácio - Bernardo Ricupero. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

- 1 Na transcrição desses trechos do documento de 1808, para a comodidade dos leitores, optamos por atualizar a ortografia, mantendo a pontuação original. O mesmo procedimento foi adotado nas citações extraídas do livro de José da Silva Lisboa, de 1818, feitas mais adiante no texto.
- 2 Os leitores interessados poderão ter acesso a esse manuscrito na íntegra, em versão digitalizada, por exemplo, na página na internet da Biblioteca Digital Luso-Brasileira (BDLB), em <https://bdlb.bn.gov.br/acervo/handle/20.500.12156.3/31633>, da qual nos servimos neste artigo. E aqueles que não quiserem se aventurar na leitura nem sempre fácil de um manuscrito de inícios do Oitocentos, poderão consultar, por exemplo, a versão impressa constante da Colleição das Leis do Brasil de 1808 (1891, p. 1-2), também disponível na internet, no portal da Câmara dos Deputados, em <https://bd.camara.leg.br/bd/handle/bdcamara/18319>.
- 3 “Com o intuito de celebrar a aclamação do príncipe regente D. João como rei de Portugal [a cerimônia ocorreu em 1818 no Rio de Janeiro], José da Silva Lisboa, então deputado da Real Junta do Comércio e desembargador da Casa de Suplicação do Reino do Brasil, foi encarregado de redigir a **Memória dos benefícios políticos do governo de El-Rey Nosso Senhor D. João VI.**” (MATTOS, 2017, p. 478) A obra foi publicada pela Imprensa Régia em 1818, e está disponível na página da Biblioteca Brasileira Guita e José Mindlin, em: <https://digital.bbm.usp.br/handle/bbm/4232>.
- 4 Recorreremos, em nossa discussão historiográfica, a alguns dos autores trabalhados em Mattos (2017), em artigo derivado da tese de doutorado do autor (cf. MATTOS, 2015).
- 5 A expressão “*leitura pouco cuidadosa*” é utilizada uma vez que seria a nosso ver completamente equivocado atribuir a estudiosos do quilate de Caio Prado Júnior, Celso Furtado e Fernando Novais qualquer entendimento reduzido ao absoluto domínio das circunstâncias. Dito de outra forma, há o processo histórico e há o conjunto das circunstâncias. O processo atua no direcionamento dos eventos; as circunstâncias condicionam o movimento. Entrelaçam-se, processo e circunstâncias. Nenhum dos autores citados desconsiderou o pro-

cesso; ao passo que também nenhum deles desdenhou das circunstâncias.

- 6 O conjunto das respostas ao aludido ofício foi publicado em Lisboa pela Imprensa Nacional em 1821 e reeditado mais de um século depois pelo Governo da Bahia (cf. BRITO, 1924).
- 7 Não aprofundaremos neste artigo a análise da pressão e influência inglesas; tampouco teceremos maiores considerações acerca dos tratados de 1810. Mas indicamos aos leitores interessados a leitura, por exemplo, dos trabalhos de Manchester (1973) e Pantaleão (1985).
- 8 Convém registrarmos que Arruda, acerca da relevância do contrabando, remeteu-nos aos clássicos trabalhos de autoria de Novais (1979) e Prado Jr. (2011), este último publicado originalmente em 1942. Assim, escreveu ele: “*Não por acaso, o contrabando ganhou realce no clássico estudo de Fernando Novais sobre a crise do antigo sistema colonial*”; e “*O ano de 1800 sinaliza o arranque incontrolável do contrabando, praticado abertamente na barra do Rio de Janeiro, [...] como já observara Caio Prado Jr.*” (ARRUDA, 2008, p. 112 e 114-115).

(*) Professor Titular da FEA/USP.
(E-mail: jflaviom@usp.br).

Confisco (2021) e as Memórias do Plano Collor

RÔMULO MANZATTO (*)

Em um apartamento em Nova York, uma ex-ministra da economia relembra os percalços da implementação do Plano Collor. Distante dali, em uma casa em Bauru, no interior de São Paulo, uma família rememora seus problemas financeiros causados por esse mesmo plano no início da década de 1990.

Os dois relatos paralelos tecem o fio condutor do documentário *Confisco*, lançado em 2021, com direção de Felipe Tomazellie e Ricardo Martensen e produção a cargo da Boutique Filmes.

O documentário procura reconstituir um evento particularmente traumático da história econômica recente no Brasil, o da retenção dos ativos financeiros de pessoas físicas e empresas quando do início do programa de estabilização da inflação, levado a cabo pelo Plano Collor.

Um dos relatos que estrutura a linha narrativa é o de Zélia Cardoso de Mello, que conta ter assumido o comando do Ministério da Economia aos 36 anos, após haver participado da estruturação do plano econômico para a campanha do então candidato Fernando Collor,

que viria a ser eleito Presidente da República nas eleições de 1989.

Outra perspectiva é a da família de um pequeno empresário do setor de transportes, que foi pega de surpresa no momento em que havia vendido a própria casa para financiar a expansão do seu negócio, ficando então com os recursos retidos pela autoridade monetária.

Os relatos principais são pontuados por outras interessantes participações. Em uma delas, o economista Luiz Gonzaga Belluzzo relembra o contexto de escalada inflacionária, assim como a ansiedade social causada pela rápida deterioração da situação econômica do país.

De fato, no início do governo Collor a situação da economia brasileira era grave. O déficit operacional consolidado do setor público no ano anterior, em 1989, foi da ordem de 6,9% do PIB, e praticamente não havia reservas internacionais. Pouco após a posse, em 1990, a taxa de inflação mensal registrada em fevereiro ultrapassou os 70%. A situação forçava o novo governo a anunciar um pacote de estabilização como uma das primeiras medidas do novo mandato (ABREU; WERNECK, 2014, p. 314).

Ao falar sobre a época, o economista Gustavo Loyola lembra que três planos de estabilização anteriores haviam fracassado nas tentativas de controle da inflação. Também em depoimento sobre o período, o sociólogo Brasília Sallum Jr. recorda que a escalada inflacionária já havia provocado a rápida deterioração das condições de governabilidade da gestão anterior, de José Sarney.

Em um contexto bastante adverso, a equipe econômica optou por uma abordagem radical. Em março de 1990, o governo anunciou um ambicioso plano econômico de estabilização.

Entre outras medidas, o plano propunha uma meta de ajuste fiscal quase impossível de cerca de 10% do PIB, procurando converter o déficit operacional de 8% do PIB em 1989, ano anterior, em um superávit de 2% do PIB em 1990. (ABREU; WERNECK, 2014, p. 315).

O plano ainda previa um reajuste de tarifas públicas, um congelamento imediato de preços e salários, além de regras rígidas para a concessão de reajustes. A medida mais polêmica do Plano Collor consistia, no entanto, na retenção de

quase 80% dos ativos financeiros do setor privado, o que incluía as cadernetas de poupança de pessoas físicas. Foi imposto um limite mensal de saques de 50 mil cruzeiros nos valores da época.¹

Esses recursos seriam compulsoriamente retidos em depósitos no Banco Central por 18 meses, com previsão de correção pela inflação e remuneração de 6% ao ano. A devolução dos recursos ocorreria em 12 prestações mensais pagas a partir do período de retenção determinado. (ABREU; WERNECK, 2014, p. 314).

O documentário faz farto uso de imagens de arquivo para mostrar as reações da época, as corridas aos bancos e as tentativas de reaver o dinheiro, assim como o impacto no cotidiano da população.

Em seu depoimento, a jornalista econômica Lilian Witte Fibe relembra uma entrevista que se tornou célebre. Na ocasião, a jornalista recebeu a ministra da economia em rede nacional e a questionou de maneira incisiva sobre aspectos do Plano econômico. Segundo a jornalista, as hesitações e imprecisões de Zélia teriam deixado evidente o despreparo da equipe que conduzia o plano. Em seu depoimento, Zélia justificou o mau desempenho pessoal na entrevista alegando cansaço e estafa pela grande carga de trabalho com o lançamento do plano.

Já o título do documentário denota uma tomada de posição de seus realizadores. Como mostrado pelas imagens de arquivo, a equipe econômica chefiada por Zélia Cardoso resistia em usar o termo “confisco” para descrever a retenção dos depósitos em cadernetas de poupança à época. Mesmo no depoimento atual, a ex-ministra da economia se recusa a usar o mesmo termo, por considerar não ter havido confisco, uma vez que os recursos teriam sido devolvidos nos prazos estipulados.

O fato é que milhares de famílias se sentiram prejudicadas e passaram a pressionar o governo federal para a liberação dos recursos. Entram então em cena os movimentos dos trabalhadores, as entidades de defesa do consumidor, diversos mecanismos de articulação da sociedade civil e os processos judiciais.²

Alguns meses depois, o plano começou a fazer água. A retenção quase total de ativos deu lugar a uma confusa análise caso a caso do que poderia ser liberado. Após a troca da equipe econômica, uma série de denúncias de corrupção levaria à instauração do processo de impeachment de Fernando Collor.

Assim, *Confisco* traz de volta um momento decisivo, mas pouco abordado da história recente da economia brasileira, talvez justamente por seu caráter de trauma nacional.

O documentário não deixa de servir de alerta futuro contra os perigos de se implantar medidas de política econômica de maneira pouco transparente, sem que haja diálogo mais amplo com os setores sociais afetados.

Referências

ABREU, M. P.; WERNECK, R. L. F. Estabilização, abertura e privatização, 1990-1994. In: ABREU, M. P. **A ordem do progresso – dois séculos de política econômica no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

CONFISCO. Direção: Felipe Tomazellie e Ricardo Martensen. Produção de Boutique Filmes. São Paulo, 2021. HBO Max Streaming.

SCHWARCZ, Lilia Moritz; STARLING, Heloísa Murgel. **Brasil, uma biografia**. São Paulo: Companhia das Letras, 2015.

1 As principais medidas do plano constam do verbete dedicado ao Plano Collor no Dicionário Histórico-Biográfico Brasileiro (DHBB), do CPDOC/FGV. Disponível em: <http://www.fgv.br/cpdoc/acervo/dicionarios/verbete-tematico/plano-collor>. Acesso em: 18 fev. 2022.

2 Mais de duas décadas após a implementação do Plano Collor, 890 mil ações individuais e 1.030 ações coletivas ainda tramitam na Justiça e questionam as perdas sofridas durante sua implementação. (SCHWARCZ; STARLING, 2015, p. 736).

(*) Economista (FEA-USP) e mestre em Ciência Política (DCP-USP). (E-mail: romulo.manzatto@gmail.com).